

جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

قسم العلوم المالية والمصرفية

رسالة ماجستير بعنوان

تحليل المكونات الرئيسة وسياسة توزيع الأرباح

حالة بورصة عمان للأوراق المالية

Principle Component Analysis and Dividends policy: The Case of Amman Stock Exchange

إعداد الطالبة

ليلى عمر مصطفى أبو زيادة

إشراف

د. ديما وليد حنا الربضي

قسم العلوم المالية والصرفية

2014م

تحليل المكونات الرئيسة وسياسة توزيع الأرباح: حالة بورصة عمان للأوراق المالية

"Principle Component Analysis and Dividends policy: The Case of Amman Stock Exchange"

إعداد

ليلى عمر مصطفى أبو زيادة

بكالوريوس علوم مالية ومصرفية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصّص العلوم المالية والمصرفية في جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

وافق عليها

الدكتورة ديما وليد حنا الريضي .... مشرفاً

الدكتور زياد محمد سالم زريقات .... عضواً

الدكتور حسن محمد حسن العيسى .... عضواً

4/12/2014

شكر وتقدير

انطلاقا من العرفان بالجميل، فإنه ليسرني وليثلج صدري أن أتقدم بالشكر والامتنان إلى أستاذتي، ومشرفتي **الدكتورة ديما وليد حنا الربضي** التي مدتني من منابع علمها بالكثير، والتي ما توانت يوما عن مد يد المساعدة لي في جميع المجالات وحمدا لله بأن يسرها في دربي ويسر بها أمري وعسى أن يطيل عمرها لتبقى نبراسا متلألئا في نور العلم والعلماء.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى أساتذتي أعضاء لجنة المناقشة **الدكتور زياد زريقات، والدكتور حسن العيسى** الموقرين على ما تكبدوه من عناء في قراءة رسالتي المتواضعة وإغنائها بمقترحاتهم القيمة.

ولم ولن أنسى أن أتقدم بفائق الشكر والاحترام والتقدير إلى زوجي العزيز **الدكتور محمد عبد الرحمن الغرايبه** الذي ساندني معنويا وماديا ووقف بجانبي منذ بداية مسيرتي العلمية ولغاية الآن وجزاه الله عني كل الخير.

وفي النهاية يسرني أن أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من مد لي يد العون في مسيرتي العلمية.

إهداء

إلى من قال الله عز وجل فيهما "وَقُل رَّبِّ ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرًا"

إلى والديّ الغاليين

إلى كل العيون التي غرست نفسها داخل روحي إلى من أحببتهم أكثر من روحي

إلى إخوتي الأعزاء

إلى من وقف إلى جانبي ودفعني للأمام دائماً ولمن وهبني العطف والرعاية

إلى زوجي العزيز

إلى تلك الشموع التي تحترق لكي تنير دربنا إلى كل من علمني حرفاً إلى الذين جندوا أنفسهم في خدمة العلم

إلى أساتذتي الأفاضل

إلى كل من غاب عنه قلمي عمداً أو سهواً إلى من كل من دعا لي يوماً ووقف إلى جانبي إلى كل من رافقني مشواري الدراسي

إليكم جميعاً أهدي هذا العمل المتواضع

مع خالص شكري واحترامي وتقديري

ليلى عمر أبو زيادة

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الملاحق

ملخص الدراسة

أبو زيادة، ليلى عمر مصطفى، تحليل المكونات الرئيسة وسياسة توزيع الأرباح: حالة بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير بجامعة اليرموك، 2014.

إشراف: الدكتورة ديما وليد حنا الريضي

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على الفترة (2003-2012). تم استخدام تحليل المكونات الرئيسة (Principle Component Analysis) وتحليل الانحدار اللوغاريتمي (Logit Regression) للتعرف على العوامل الرئيسة التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح. وتتمثل متغيرات الدراسة في (ربحية وحجم الشركة والرافعة المالية والسيولة وهيكل الأصول وفرص النمو ومخاطر الأعمال وعمر الشركة بإضافة إلى تركيز الملكية وحجم مجلس الإدارة)، كما ويمثل العامل التابع بسياسة توزيع الأرباح وقد تم قياسه باعتباره متغير وهمي (Dummy Variable) يأخذ القيمة (1) في حال توزيع الأرباح والقيمة (0) في حال عدم توزيع أرباح واستخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis) لـ 52 شركة صناعية أردنية، حيث توصلت نتائج الدراسة إلى أن معدل توزيع الأرباح للشركات الصناعية الأردنية بلغت حوالي 53%. كما توصلت الدراسة إلى أن هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من (الربحية وعمر الشركة وحجم مجلس الادارة) على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية خلال فترة الدراسة بينما أظهرت (خطورة أعمال الشركات وهيكل الأصول والرافعة المالية) تأثير سلبي ذو دلالة الإحصائية على سياسة توزيع الأرباح الشركات الصناعية الأردنية. كما أظهر تحليل الانحدار اللوغاريتمي أن ربحية الشركة وخطورة الأعمال والمديونية هي المحددات الرئيسة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية.

الكلمـــات المفتاحيـــة: سياســة توزيــع الأربــاح، خـصائص الـشركة، تحليـل المكونـات الرئيـسة، الانحـدار اللوغاريتمي، بورصة عمان للأوراق المالية.

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

(1-1) المقدمة

(1-2) مشكلة الدراسة

(1-3) أهمية الدراسة

(1-4) أهداف الدراسة

(1-5) فرضيات الدراسة

(1-6) تنظيم الدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

(1-1) المقدمة

يعد قرار توزيع الأرباح في شركات المساهمة العامة من القرارات الهامة والصعبة التي تتخذها الإدارة لما لهذا القرار من أثر مباشر على القيمة السوقية للشركة وقرارات المستثمرين الاستثمارية، فهي تعطي القائمين على الشركة أهمية خاصه بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين واحتجازها بهدف إعادة استثمارها في الفرص الاستثمارية المجدية.

تعتبر الأرباح المحتجزة مصدراً رئيساً لتمويل الاستثمار والتوسع في عمليات الشركة وعلى الرغم من أن التوسع مرغوب فيه لتبقى الشركة قوة منافسة، إلا أن توزيع الأرباح مرغوب فيه لإرضاء رغبات المستثمرين حيث أن الكثير من المستثمرين يسعون إلى تحقيق أرباح جارية تكون ناتجة عن عملية التوزيع الأمر الذي يتطلب من القائمين على الشركة تحقيق التوازن بين المصالح المختلفة للمساهمين وبين معدل النمو في الأرباح من خلال الفرص الاستثمارية المربحة (حسين، 2008).

وهنا لا بد من الإشارة إلى أن الشركات التي تعمل على توزيع أرباحها من التدفقات النقدية التي لا يمكن إعادة استثمارها بمشاريع ذات صافي القيمة النقدية الحالية موجبة تكون قيمتها أكبر من الشركات التي تحتفظ بتلك الأرباح لما قد تحدثه عملية التوزيع من انعكاسات إيجابية في السوق تساهم في زيادة الطلب على أسهم الشركة وبالتالي ارتفاع أسعار أسهمها، بالإضافة إلى دورها في تخفيض من حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information).

هناك العديد من النظريات التي تحاول تفسير قرارات توزيع الأرباح في الشركة وأثرها المتوقع على القيمة السوقية لها والتي جاءت جميعها اعتماداً على نظرية عدم ملائمة التوزيعات

(Dividend Irrelevance Theory) لـ M.M (1961) والتي أشارت إلى أن قيمة الشركة السوقية لا تتأثر بقرارات توزيع الأرباح، وقد استند M.M (1961) إلى مجموعة من الافتراضات الخاصة والتي شكلت الأساس النظري لاحقاً للعديد من النظريات التي حاولت تحديد السبب وراء قيام الشركة بالتوزيعات النقدية على المساهمين فقد افترضوا أن سوق رأس المال يتسم بالمثالية مع غياب المعوقات الرئيسية مثل غياب مشكلة الوكالة وعدم تماثل المعلومات وخلو السوق من الضرائب والعمولات والتي تجعل من التمويل الخارجي أكثر كلفة من التمويل الداخلي (Gill et all, 2010).

وبسبب العديد من الانتقادات التي وجهت إلى نظرية عدم ملائمة التوزيعات وأهمها الانتقاد الموجه للافتراض الذي قامت عليه النظرية بأن الشركات تعمل في ظل المنافسة التامة جاءت نظرية عصفور باليد (The bird in hand Theory) لـ (Gordon,1963; and Lintner ,1962)، والتي تشير إلى وجود علاقه بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم في السوق المالية وأن زيادة التوزيعات النقدية تؤدي إلى تخفيض معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة، وتعظم القيمة السوقية للسهم، لذلك يجب على الشركة أن تقوم بزيادة نسبة التوزيعات النقدية طالما أن التوزيعات تزيل عدم التأكد بالنسبة للمستثمر حول التدفقات النقدية المستقبلية والتي تساهم في معالجة مشكلة عدم تماثل المعلومات وبالتالي انخفاض تكاليف الوكالة (Yiadom and Agyei, 2011).

في أوائل السبعينيات والثمانينيات، قدمت العديد من الدراسات نظرية التفضيل الضريبي (Tax Preference Theory)، وعلى سبيل المثال لا الحصر (Brennan, 1970; Litzenberger and Ramaswamy, 1979; Litzenberger and Ramaswamy, 1982; Poterba and Summers, 1984; John and Williams, 1985; Miller Ambarish et al, 1987)، إذ تشير هذه النظرية إلى أن التوزيعات تخضع لاقتطاع ضريبة أعلى من تلك التي

تقتطع على أرباح رأس المال، وتشير نظرية أخرى أن التوزيعات تخضع لضريبة مباشرة بينما لا تفرض ضريبة على أرباح رأس المال حتى يتم بيع السهم وبسبب المميزات الضريبية، يفضل المستثمرون الشركات التي تقوم على توزيع نسبة منخفضة من أرباحها ويفضلون أن تقوم الشركة باحتجاز جزء كبير من أرباحها، وأنهم على استعداد أن يقوموا بدفع سعر أعلى لأسهم تلك الشركات مقارنة بالسعر الذي سوف يدفعونه لأسهم الشركات التي تقوم بتوزيع جزء كبير من أرباحها (Al–Kuwari,2009).

وفي حدود علم الباحثة أنه إلى الآن وعلى الرغم من كثرة الدراسات التي حاولت دراسة سياسة توزيع الأرباح لا يوجد توافق في الآراء حول أي من هذه النظريات تملك القدرة على تفسير لماذا تقوم الشركة بعملية التوزيع؟ لأن هذا الأمر يتطلب اختبار كل من هذه النظريات في الواقع العملي.

السؤال الجوهري المطروح في الأدبيات التي تناولت سياسة توزيع الأرباح كان يدور حول مدى إمكانية الوصول إلى سياسة توزيع مثلى، وهي تلك التي تعمل دائماً على الموازنة ما بين توزيع الأرباح الحالية والنمو المستقبلي الذي يعمل على تعظيم القيمة السوقية المنشأة، حيث تعتبر اللغز الذي أشار إليه Black (1976) ألا وهو غموض وغياب السياسة المثلى لتوزيع الأرباح مشيراً إلى ذلك في جملة التي كانت أساساً للعديد من الدراسات فيما بعد ألا وهي **" The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together."**، أن تحديد الأسباب لاختيار سياسة توزيع أرباح مثلى من قبل الشركات أهم من سياسة توزيع الأرباح نفسها. وقد حاول كلا من Bernstein (1996) و Aivazian et al. (2003) حل هذا اللغز وتوصلوا إلى نتيجة مفادها أنه لايزال هناك الكثير من الأسئلة بلا إجابه، ومن بين تلك الأسئلة التي تكمن وراء لغز توزيع الأرباح: هل تؤثر

سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة؟ ما هي أهم العوامل التي قد تؤثر على تحديد سياسة توزيع الأرباح؟

وللإجابة على تلك التساؤلات، وضع العديد من الأكاديميين والباحثين العديد من الأبحاث التجريبية والنماذج النظرية بهدف التعرف على خصائص الشركة التي قد تؤثر على سياسة توزيع الأرباح والتي يجب على القائمين على الشركة الإلمام بها ودراستها من أجل اتخاذ القرار المناسب وتحديد السياسة المثلى لتوزيع الأرباح في الشركات. ومن بين هذه الخصائص على سبيل المثال لا الحصر: الربحية (AL-Shubiri,2011; Gul et al, 2012; Moradi,2010)، الرافعة المالية (Al-Malkawi,2008; Azeem et al, 2011) حجم الشركة (Mehte,2012; Utami and Inanga,2011)، خطورة أعمال الشركة (Aivazain et al, 2003; Al-Haddad et al.,2011)، نمو الشركة (Amidu,2007;)، هيكل الأصول (Salameh et al.,2012)، تركّز الملكية (Harada & Nguyen,2006)، تكوين مجلس الإدارة (Earnhart & Lizal,2006).

ولا يزال هناك العديد من الخصائص التي تحاول تفسير سلوك سياسة توزيع الأرباح في كل من الدول النامية والمتطورة وتبقى هذه القضية موضع للنقاش إلى يومنا هذا.

ولقد ركز الباحثون في المقام الأول على أسواق الدول المتقدمة، ونظراً إلى أن سياسة توزيع الأرباح في الأسواق الناشئة غالباً ما تختلف في طبيعتها، وخصائصها، وكفاءتها، عن سياسة توزيع الارباح في الأسواق المتقدمة (AL-Kuwari,2009).

إذ توصل Glen et al (1995) أن سياسات توزيع الأرباح في الأسواق الناشئة تختلف عن تلك الموجودة في أسواق البلدان المتقدمة. وأفادوا بأن نسبة توزيع الارباح في البلدان النامية هي فقط ثلثي نسبة توزيع الأرباح في البلدان المتقدمة. وهو ما أيده Ramcharran (2001) الذي لاحظ انخفاض التوزيعات في الأسواق الناشئة.

وأضاف Kumar and Tsetsekos (1999) أن الأسواق الناشئة تختلف عن تلك الموجودة في البلدان المتقدمة في العديد من الجوانب. اذ أنها غالباً ما تكون أكثر حداثة وأقل كفاءة بالمعلومات، وأكثر تقلبا وأصغر حجماً، وأن الأسواق الناشئة أيضا تختلف عن الأسواق المتقدمة في

خصائص أخرى مثل حوكمة الشركات، وفرض الضرائب على أرباح الأسهم وأرباح رأس المال، وهيكل الملكية.

ونظراً إلى تماثل خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة فأن سوق رأس المال في الأردن يوفر أرضية مثالية لدراسة مثل هذه النظريات بدافع تحديد أهم العوامل الرئيسة المحتملة التي قد تؤثر على سياسة توزيع الأرباح في أسواق الدول النامية على وجه العموم، وفي الأردن على وجه الخصوص على اعتباره دولة نامية.

(1-2) مشكلة الدراسة وأسئلتها

عانت الأسواق المالية الكثير من الصعوبات في ظل الاضطرابات الجيوسياسية في المنطقة (الربيع العربي)، إلى جانب استمرار التداعيات السلبية للازمه المالية العالمية والانكماش الاقتصادي العالمي وأزمة الديون السيادية في أوروبا، مما أدى إلى تدهور قيم مؤسساتها وأدى بالكثير منها إلى مراجعة بعض المتغيرات التي تقف وراء هذا التدهور، وإعادة النظر في سياساتها المتبعة على غرار سياسة توزيع الأرباح التي تعتبر الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، والتي تحمل في مضمونها مشكله مزدوجة ومعقدة وتصبح هذه المشكلة أكثر تعقيداً عندما يتعلق الأمر في الدول النامية وأسواقها الناشئة، ويرجع ذلك إلى عدم الاتفاق على العديد من النواحي المتعلقة بأرباح الشركة، حيث يكمن الحوار حول هل تقوم الشركة بتوزيع تلك الأرباح على المساهمين؟ أم تقوم بالاحتفاظ بتلك الأرباح واستخدامها للنمو والتوسع على اعتبارها مصدر تمويل داخلي لعمليات النمو والتوسع؟ والحقيقة تكمن وراء قيام الشركة بتوزيع نسبة أكبر من الأرباح يعني الاحتفاظ بجزء أقل من تلك الأرباح، وهو ما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للشركة كنتيجة لانخفاض فرص النمو فيها ومن هنا يأتي دور الوظيفة المالية بدراسة عملية توزيع الأرباح التي تحققها الشركة بين أرباح محتجزة، وأرباح أسهم موزعة على المساهمين فيها، وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن يتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين.

ويضاف إلى مشكلة الدراسة المعوقات التي تواجهها بورصة عمان للأوراق المالية والمتمثلة في نقص الشفافية وعدم وجود منافسة تامة مما يقلل سيولة الشركات ويرفع من مشكلة الوكالة وبالتالي يؤثر بشكل سلبي على سياسة توزيع الأرباح حيث أن ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي يدفع بالشركات إلى زيادة احتجاز الأرباح وتقليل من نسب توزيع الأرباح وذلك من أجل عمليات تمويل المشاريع المستقبلية.

ونظراً للغموض الذي لا يزال يكتنف هذه القضية تأتي هذه الدراسة بدافع استخدام تحليل المكونات الرئيسة للتعرف إلى العوامل الرئيسة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وبمحاولة للوصول الى أهمية النسبية لكل عامل من العوامل الرئيسة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، ويمكن تلخيص مشكلة الدراسة بالسؤالين التاليين:

- ❖ ما هي العوامل الرئيسة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2003-2012)؟
- ❖ ما هي الأهمية النسبية لكل عامل من العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2003-2012)؟

(1-3) أهمية الدراسة

تنبع أهمية هذه الدراسة من الأهمية التي تكتسبها سياسة توزيع الأرباح في الشركات المختلفة إذأنها تلعب دوراً مهماً في عملية اختيار سياسة توزيع الأرباح التي تناسبها والتي من خلالها أيضاً تجتذب المستثمرين لشراء أسهمها أو الاستثمار فيها، إذ أن هذه الدراسة تسلط الضوء على واحد من أهم المواضيع الذي مازال يشغل بال الكثير من الباحثين.

ونظراً لأن الدراسات الكثيرة التي أجريت لاختبار النظريات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وخصائص الشركة المؤثر بها اعتمدت على معلومات من الدول المتقدمة، فإن ما يعطي هذه الدراسة أهمية هو أنها تحاول تضيق الفجوة بين النظرية والتطبيق في بلد نامٍ كالأردن من خلال تقديم دارسة تحليلية للمستثمرين وإدارة الشركات حول أثر خصائص الشركة على قرار توزيع الارباح بالاعتماد على معلومات من واقع الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

ومن المأمول أن تسهم نتائج هذه الدراسة ومقترحاتها في توفير بعض الدلالات والمؤشرات لبعض الأطراف في اتخاذ القرارات والإجراءات المهمة في أداء أعمالهم، ومما لا شك فيه إن نتائج هذه الدراسة ستعين المستثمر في توقع توزيعات الأرباح النقدية للشركات التي يريد الاستثمار فيها عن طريق تركيزه على المتغيرات التي ستظهر الدراسة وجود أثر لها على قرار توزيع الأرباح، إذ أن المستثمر ينظر إلى مقدار توزيعات الأرباح النقدية كمؤشر هام يسعفه في اتخاذ القرار المتعلق بالاستثمار في أسهم شركة ما.

كما أن إدارة الشركة تولي القرار المتعلق بتوزيعات الأرباح النقدية أهمية بالغة نظراً لتأثره في نفس الوقت بكل من قرارات التمويل والاستثمار، حيث تستطيع الإدارة من خلال نتائج هذه الدراسة الاستدلال على كيفية رسم سياسات التوزيع الأرباح النقدية والاسترشاد بهذه العوامل عند تحديد توقيت ومقدار توزيعات الأرباح.

إن نسبة توزيعات الأرباح وقرارات التوزيع قد تعطي مؤشراً مبدئياً على سيولة الشركة المتاحة لديها في تسديد الالتزامات المترتبة عليها ودراسة تأثير خصائص الشركة على قرار توزيع الأرباح قد يعطي للمقرضين رؤية أوسع لوضع الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

قد تساعد نتائج هذه الدراسة الباحثين ومحللي البيانات على توفير بعض المعلومات حول خصائص الشركات التي قد تؤثر على قرار توزيع الأرباح مما قد يسهم في إضافات نوعية في أداء أعمالهم

وأخيراً، فإنه من المتوقع أن تثري هذه الدراسة المكتبة العربية التربوية في مجال خصائص الشركة وأثرها على قرار توزيع الأرباح نظراً لمحدودية الأبحاث والدراسات العربية التي تناولت هذا الموضوع بالدراسة وهنا لابد من الإشارة إلى أن معظم الدراسات قامت بتناول العديد من العوامل المؤثر على قرار توزيع الأرباح النقدية، ولكن على حد علم الباحثة تعتبر هذه الدراسة الأولى التي تستخدم تحليل المركبات الرئيسة (Principle Component Analysis) لتحديد خصائص الشركة الأكثر تأثيراً على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

وبكلمات أخرى فإن هذه الدراسة تركز على الأهمية النسبية للعوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، حيث تأتي أهمية هذا التحليل بأنه يحول المشكلة المعقدة التي تتضمن مجموعة كبيرة من العوامل المترابطة والعلاقات المتداخلة التي يصعب على تحليل الانحدار أخذها جميعها بعين الاعتبار، إلى عدد قليل من المكونات الأساسية غير المترابطة تحسب أساساً من المتغيرات الأصلية بنسب ومقادير تزيد أو تنقص بحسب دور وتأثير كل منها وتترتب هذه المكونات من الأكثر أهمية ذلك الذي يفسر أكبر قدر من المتغيرات في العامل التابع ويسمى (المكون الرئيسي الأول)، إلى الأقل أهمية (المكون الرئيسي الثاني) والذي بدوره سيقوم بمحاولة التعبير عن أكبر قدر ممكن من التباينات المتبقية والتي لم يستطع (المكون الرئيسي الأول) التعبير عنها ولم تظهر ارتباطات قوية مع (المكون الرئيسي الأول) وبذلك تتابع خوارزمية تحليل المكونات الرئيسة (Principle Component Analysis) إنجاز عملها بأسلوب يشبه القضم.

(1-4) أهدف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى إعادة فحص العوامل المختلفة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح واستخدام تحليل المكونات الرئيسة والانحدار اللوغاريتمي للتعرف الى أهم العوامل الرئيسة التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ما بين 2003-2012، للوقوف على مدى انسجام نتائج هذه الدراسة مع نتائج العديد من الدراسات التي أجريت على ذات الموضوع في الدول المتقدمة.

كما تهدف أيضا إلى محاولة التعرف على مدى إمكانية تطبيق النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح على أرض الواقع، والخروج بتوصيات من شأنها تحسين عملية اتخاذ القرارات المناسبة المرتبطة بعملية توزيع الارباح لما لها من أثر في تعظيم القيمة السوقية للمنشأة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين.

(1-5) فرضيات الدراسة

في ضوء مراجعة أدبيات سياسة توزيع الأرباح والآليات المحركة لها والمؤثرة بها، وانطلاقاً من الأسئلة الملخصة لمشكلة الدارسة وتحقيقاً لأهدافها ستقوم هذه الدراسة باختبار الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسة: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وخصائص الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

ومن هذه الفرضية الرئيسة تتفرع الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الفرعية الأولى: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية الثانية: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية الثالثة: هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية للشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية الرابعة: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية الخامسة: هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين هيكل أصول الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية السادسة: هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين فرص نمو الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية السابعة: هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين خطورة أعمال الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية الثامنة: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية التاسعة: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس إدارة الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية العاشرة: هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تركّز ملكية الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

(1-6) هيكل الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى إعادة فحص العوامل المختلفة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح واستخدام تحليل المكونات الرئيسة والانحدار اللوغاريتمي للتعرف الى أهم العوامل الرئيسة التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وتتكون من ستة فصول بحثية تتضمن ما يلي:

الفصل الأول: يتناول الإطار العام للدراسة من خلال توضيح مشكلة الدراسة وأهمية الدراسة، بالإضافة إلى أهدافها وفرضياتها وتنظيمها.

الفصل الثاني: يتناول الإطار النظري للدراسة حيث أنه يوضح مفهوم سياسة توزيع الأرباح، الاعتبارات العملية المؤثرة فيها، طبيعتها، إجراءاتها، وأنواعها، كما أنه يقدم شرحاً مفصلاً للنظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح بالإضافة إلى نبذه مختصرة عن سياسة توزيع الأرباح في الأردن.

الفصل الثالث: يتناول الدراسات السابقة التي أجريت في الدول العربية والأجنبية ذات الصلة بالموضوع، بالإضافة إلى ما يميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة.

الفصل الرابع: يتناول منهجية الدراسة من حيث مجتمع وعينة الدراسة ومتغيرات الدراسة، بالإضافة إلى مصادر جمع البيانات ونموذج الدراسة والأساليب المستخدمة في التحليل.

الفصل الخامس: يتناول تحليل النتائج واختبار الفرضيات، من خلال تقديمه تحليلاً مفصلاً للنتائج التي تم التوصل إليها.

الفصل السادس: يتناول النتائج والتوصيات، حيث يتضمن ملخصاً للنتائج التي توصلت إليها الدراسة، بالإضافة إلى أبرز التوصيات المقدمة بناءً عليها.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

(2-1) المقدمة

(2-2) تعريف سياسة توزيع الأرباح

(2-3) إجراءات توزيع الأرباح النقدية

(2-4) أنواع سياسات توزيع الأرباح

(2-5) طبيعة سياسة توزيع الأرباح

(2-6) النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

(2-7) سياسة توزيع الأرباح في الأردن

(2-8) الخلاصة

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

(2-1) المقدمة

تعد القرارات المالية من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة كونها تعكس قرارات استراتيجية لها تأثير بالغ على حاضر ومستقبل الشركات، كما وتعكس مختلف السياسات المتبعة من قبل الشركات (سياسة التمويل سياسة الاستثمار، وسياسة توزيع الأرباح) في سبيل بلوغ أهدافها.

وباعتبار قرار توزيع الأرباح من القرارات الاستراتيجية فإن اتخاذ الإدارة لقرار ما بشأن توزيع الأرباح يؤثر على قرارات الشركة الاستثمارية والتمويلية، إذ أن سياسة توزيع الأرباح سلاح ذو حدين يعمل القائمين على الشركة على استخدامه بحذر من خلال المفاضلة بين بديلين أحدهما توزيع الأرباح والآخر احتجاز هذه الأرباح لتمويل فرصها الاستثمارية المربحية.

إن توزيع الأرباح على المساهمين يعتبر العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمون والمستثمرون في تقييم سعر سهم الشركة في السوق المالي، إذ أن هذه التوزيعات تمثل أحد مصادر التدفقات النقدية الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في الشركة كما أنها تزودهم بمعلومات عن أداء الشركة الحالي والمستقبلي، بينما تعتبر الأرباح المحتجزة أحد مصادر التمويل الداخلي للشركة لذلك يؤثر قرار توزيع الأرباح بشكل كبير على حاجات الشركة من التمويل الخارجي بكلمات أخرى إذا كانت الشركة بحاجة إلى التمويل فإن توزيعات الأرباح بشكل كبير يعني أنه لابد من التمويل الخارجي عن طريق الاقتراض أو إصدار أسهم ممتازة أو عادية جديدة (حداد، 2007).

كما تتضح أهمية قرار توزيع الأرباح أيضاً من دوره في تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين، ويطلق على سياسة توزيع الأرباح التي تعظم القيمة السوقية لثروة المساهمين سياسة التوزيع المثلى (Optimal Dividend policy)، حيث يسعى قرار التوزيع الأمثل بصفة أساسية إلى إحداث التوازن بين كل من التوزيعات الحالية والنمو المستقبلي الذي يعظم سعر سهم الشركة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين (غنيم، 2008).

وعلى العموم فإن الفئات التي تتأثر وتؤثر في عملية توزيع الأرباح هي:

الفئة الأولى: الإدارة العليا التي تهدف من سياسة توزيع الأرباح إلى احتجاز أكبر كمية من صافي الأرباح المتحققة بهدف اعتمادها كمصدر تمويل سهل وتحت اليد للاستثمار مستقبلاً.

الفئة الثانية: المساهمين مالكي الأسهم ونستطيع تقسيمهم إلى قسمين:

1. صغار المساهمين الراغبين في الحصول على أكبر كمية من الأرباح الموزعة لأنها تشكل عوائد (دخل جاري) يستخدم في معيشتهم.
2. كبار المساهمين وهم أصحاب الأموال الكبيرة وهؤلاء ينظرون إلى الأرباح الموزعة بمنظارين:

- الأول: إذا كان معدل العائد على الاستثمار في الشركة أكبر من معدل العائد على الاستثمار بالسوق فإنهم يفضلون احتجاز الأرباح.
- الثاني: في حالة كان معدل العائد على الاستثمار بالشركة أقل من معدل العائد على الاستثمار بالسوق فإنهم تفضلون توزيع الأرباح.

وهذا يبين لنا مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح المتبعة في الشركة على انتقال الأموال وجذب المستثمرين والمساهمين من خلال شراء وبيع الأسهم (آل شبيب، 2010).

وعليه سوف يتناول هذا الفصل توضيحاً لسياسة توزيع الأرباح من حيث مفهومها، إجراءات توزيع الأرباح، الاعتبارات العملية المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، أنواع سياسة توزيع الأرباح وطبيعتها، كما سيتناول شرحاً لأهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح، بالإضافة إلى لمحة توضيحية عن سياسة توزيع الأرباح في الأردن.

(2-2) تعريف سياسة توزيع الأرباح

عندما تحقق الشركة أرباحاً يجب عليها أن تحدد ما هو الجزء الذي ستقوم بتوزيعه من صافي الأرباح على المساهمين وما هو الجزء الذي ستحتجزه من أجل إعادة استثماره، حيث أن التوزيعات هي الصورة العكسية للأرباح المحتجزة، ومن ثم سياسة توزيع الأرباح ماهي إلا المفاضلة بين توزيعات الأرباح واحتجازها بغرض إعادة استثمارها، فإذا قررت الشركة توزيع الأرباح يجب عليها أولاً إتباع

سياسة تتوافق مع وضع الشركة الحالي والمستقبلي، إذ تعتبر الطريقة التي يتم بموجبها التصرف بالأرباح المحققة مصدر قلق كبير لكلٍ من المديرين الماليين في الشركات والمستثمرين من الخارج.

وبناءً على ما تقدم سنحاول إعطاء تعريف محكم لفكرة سياسة توزيع الأرباح إذ تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها:

- ❖ معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير النقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جارياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكاتهم الجارية من السلع والخدمات (الميداني، 1999).
- ❖ وتعرف سياسة توزيع الأرباح بأنها كيفية توزيع الأرباح التي حققتها المنشأة إما احتجازها Retained Earning بهدف إعادة استثمارها في المشاريع المجدية من الناحية الإقتصادية، أو توزيعها على المساهمين Dividend على شكل نقدي أو على شكل أسهم (عبد الرحيم، 2008).
- ❖ كما ويقصد بسياسة توزيع الأرباح مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح (Gitman and Madura, 2002).
- ❖ وهي مضمون اتخاذ قرار بالمفاضلة بين بديلين أحدهما توزيع الأرباح والآخر احتجاز هذه الأرباح بغية إعادة استثمارها مرة أخرى داخل الشركة، إذ يقصد بقرار توزيع الأرباح قيام الشركة بتوزيع أرباحها على المساهمين فيها وذلك إما على شكل نقدي أو على شكل أسهم (غنيم، 2008).
- ❖ هي الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، حيث أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر في الوقت ذاته على مستوى كلٍ من التوزيعات ومعدل النمو، إذ تجد الشركة نفسها أمام أحد الخيارين إما توزيع الأرباح الآن أو حجز جزء منها لإعادة استثماره مما يؤدي إلى زيادة الأرباح والتوزيعات المستقبلية (حنفي، 2007).

ومن خلال ما توصلت إليه الباحثة من التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل وموجز لسياسة توزيع الأرباح على أنها: النهج الذي تتبعه الشركة من حيث توزيع الأرباح الناتجة عن نشاط الشركة لدورة حالية أو دورات سابقة على حملة الأسهم إما على شكل نقدي أو عيني (أسهم)، لتلبية احتياجاتهم أو لإرسال إشارة للسوق عن وضع معين للشركة، أو احتجاز هذه الأرباح لإعادة استثمارها

في المشاريع المجدية اقتصادياً من أجل النمو المستقبلي للشركة الذي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة التوزيعات المستقبلية على حملة الأسهم في الشركة ورفع سعر السهم.

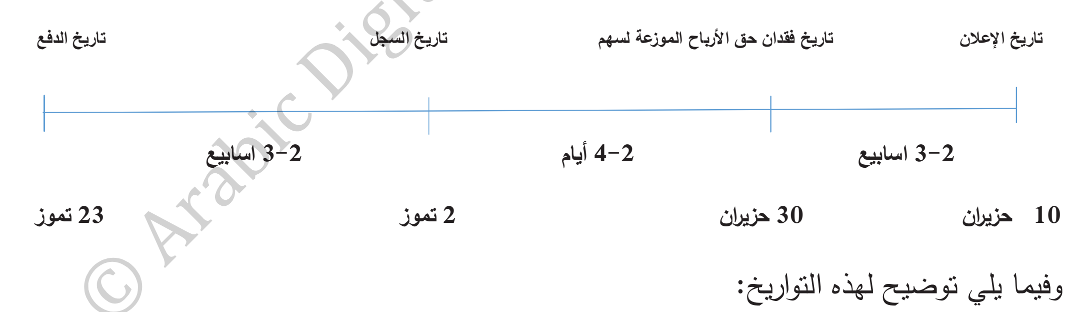
(2-3) إجراءات توزيع الأرباح النقدية

توزيع الأرباح النقدية قرار يتخذ من قبل مجلس إدارة الشركة لتحديد المبالغ وإجراءات توزيع الأرباح وعادة ما يتم اتخاذ هذا القرار في اجتماعات الشركة السنوية، أو النصف سنوية، أو الربع سنوية، بناءً على أداء الشركة المالي السابق، وتوزيعات الأرباح السابقة، وعادة ما تكون نسبة التوزيعات الحالية قريبة من مستويات التوزيع في السنوات الماضية، إلا إذا حدثت أمور جوهرية تؤثر على مستقبل وأوضاع الشركة (حداد،2007).

(2-3-1) تواريخ توزيع الأرباح Dividend Dates

إن إجراءات توزيع الأرباح النقدية قد تختلف من بلدٍ إلى آخر إلا أنها مبنية على أربعة تواريخ هامة يعرضها الشكل التالي والذي يستند على تواريخ توضيحية على سبيل المثال (Gitman,2006).


الشكل رقم (2-1): الخط الزمني لدفع التوزيعات



وفيما يلي توضيح لهذه التواريخ:

1. تاريخ الإعلان عن توزيعات الأرباح Declaration Date

هو التاريخ الذي يقوم به مجلس إدارة الشركة بالإعلان عن توزيعات الأرباح، حيث يصدرون غالباً إعلان ينشر بالصحف اليومية والصحف التي تختص بالأخبار المالية، يظهرون فيه قرار توزيع الأرباح والموعد النهائي لأسماء المساهمين الذي يحق لهم الحصول على التوزيعات

والمسجلين في سجلات الشركة وتاريخ الدفع ولهذا الإعلان تأثير على سعر سهم الشركة في السوق سواء سلباً أو ايجاباً حسب جودة التوزيعات.

إذ يزيد الطلب على شراء أسهم الشركة إذا كانت الأرباح المقترح توزيعها أعلى من المتوقع أو قد يحدث العكس، إذ ينخفض سعر السهم نتيجة انخفاض الأرباح المقترح توزيعها عن المتوقع، أو يحدث تأثير طفيف إذا ما كانت الأرباح الموزعة منسجمة مع توقعات المساهمين.

2. تاريخ فقدان حق الأرباح الموزعة لسهم Ex-Dividend Date

هو التاريخ الذي يفقد فيه حامل السهم حق المطالبة بالأرباح، وعادة أغلب البورصات تضمن لحملة السهم الحصول على الأرباح إذا سجلوا أسمائهم قبل أربع أيام من تاريخ السجل، وأسهل طريقه لاحتسابه عن طريق طرح أربعة أيام من تاريخ السجل حيث تمثل المدة اللازمة لإتمام انتقال ملكية السهم من مستثمر لآخر ويعد هذا التاريخ ذو أهمية خاصة عند تحديد المستفيد من العائد الذي يتم توزيعه، فلو باع مستثمر ما أسهماً لمستثمر آخر وأبلغت الشركة بنقل الملكية بتاريخ السجل أو أي يوم قبله حينها سيكون للمشتري حق الحصول على التوزيعات المستحقة على تلك الأسهم، أما لو أبلغت الشركة بنقل الملكية بعد تاريخ السجل أو أي يوم لاحق ستكون التوزيعات المستحقة من حق البائع.

3. تاريخ السجل Record Date

هو التاريخ الذي يحدد الأشخاص الذين سيحصلون على توزيعات الأرباح المعلن عنها في تاريخ الإعلان والتي سوف يتم توزيعها في تاريخ الدفع، وهم جميع الأشخاص الذين سجلت أسمائهم في تاريخ السجل والذي تم وضعه من قبل مجلس الإدارة.

4. تاريخ الدفع Payment Date

هو التاريخ الفعلي الذي تبدأ به الشركة القيام بعملية توزيع الأرباح على مساهميها المسجلين في سجلات الشركة بتاريخ السجل، وجرت العادة أن يكون تاريخ الدفع بعد ثلاث أسابيع من تاريخ السجل ويرجع ذلك إلى قرار مجلس إدارة الشركة.

ويجدر بنا الإشارة إلى أن إجراءات توزيع الأرباح النقدية في الشركات الأردنية تتم حسب ما ورد في المادة (191) من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة (1997) وتعديلاته وذلك بتحديد ما يلي:

أ. ينشأ حق المساهم في الأرباح السنوية للشركات المساهمة العامة بصدور قرار الهيئة العامة بتوزيعها.

ب. يكون الحق في استيفاء الربح تجاه الشركة لمالك السهم بتاريخ اجتماع الهيئة العامة الذي تقرر فيه توزيع الأرباح وعلى مجلس إدارة الشركة أن يعلن عن ذلك في صحيفتين يوميتين محليتين على الأقل وبوسائل الأعلام الأخرى خلال أسبوع على الأكثر من تاريخ قرار الهيئة، وتقوم الشركة بتبليغ المراقب والسوق بهذا القرار.

ج. تلتزم الشركة بدفع الأرباح المقررة توزيعها على المساهمين خلال خمسة وأربعين يوما من تاريخ اجتماع الهيئة العامة وفي حال الإخلال بذلك تلتزم الشركة بدفع فائدة للمساهم بمعدل سعر الفائدة السائد على الودائع لأجل خلال فترة التأخير، على ألا تتجاوز مدة تأخير دفع الأرباح ستة أشهر من تاريخ استحقاقها.

(2-3-2) مبلغ توزيعات الأرباح Amount Dividend

وبعد مناقشة تواريخ توزيع الأرباح لابد من الإشارة إلى الكيفية التي يتم بها تخصيص الأرباح الصافية المحققة للوصول إلى الربح الممكن توزيعه، إذ يكون عادة ربح الدورة الحالية منقوص منه الخسائر السابقة وجميع الاحتياطات سواء القانونية أو النظامية ويضاف إليه الترحيل من جديد (Gitman,2006).

ويعد قرار تحديد مبلغ أو كمية التوزيعات من القرارات الهامة التي تعتمد على سياسة توزيع الأرباح في الشركة، إذ تميل الشركات إلى إتباع سياسة توزيعات منتظمة Regular Dividends لتسير على نهجها في المدى الطويل لتضمن الشركة استمرارية المحافظة على تلك السياسة فعادة ما تنص على نسبة توزيعات منخفضة نسبياً تضمن الالتزام بها، وفي نهاية العام وعندما تصبح الأرباح المحققة معروفة قد تقرر الشركة إجراء المزيد من التوزيعات Extra Dividend (هندي،2008).

(2-4) أنواع سياسات توزيع الأرباح

تختلف سياسات توزيع الأرباح التي تتبعها الشركات، فكل شركة لها سياسة التوزيع التي تفضلها حيث الجدل ما زال قائماً حول تحديد سياسة التوزيع المثلى التي من شأنها الموازنة بين توزيع الأرباح الحالية أو احتجازها من أجل النمو المستقبلي الذي يعمل على تعظيم القيمة السوقية للشركة، ومهما تكن سياسة التوزيع التي تتبعها الشركة فإنها يجب أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين أساسيين الأول توفير أموال كافية لدفع توزيعات الأرباح، والثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة، ومن أهم سياسات توزيع الأرباح التي تنتهجها الشركات ما يلي:

(2-4-1) سياسة التوزيعات المتبقية Residual Dividend policy

تتأثر سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركات بالواقع العملي بشكل كبير بفرص الاستثمار ومقدار الأموال المتاحة لتمويل تلك الفرص الاستثمارية، أدت هذه الحقيقة إلى تطور ما يسمى بسياسة التوزيعات المتبقية والتي تعني قيام الشركة بإتباع خطوات محددة عندما تكون بصدد اتخاذ قرار بإجراء توزيعات على المساهمين وتتمثل هذه الخطوات بما يلي:

- ✓ تحديد هيكل رأس المال المثالي.
- ✓ تحديد مقدار الأموال المطلوبة في ظل هيكل رأس المال المثالي.
- ✓ استخدام الأرباح المحتجزة في تمويل الجزء الخاص بحقوق الملاك في هيكل رأس المال المثالي.
- ✓ قيام الشركة بإجراء التوزيعات فقط في حالة إذا زاد دخل الشركة عن مقدار الأموال المطلوبة (Besley and Brigham,2008).

تقوم سياسة التوزيعات المتبقية على أساس أن المستثمر يفضل قيام الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها بدلاً من إجراء التوزيعات إذا كان العائد الذي تحققه الشركة على الأرباح المعاد استثمارها يفوق العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر بنفسه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة، حيث أن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة وكذلك عمولات وسطاء مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه من الاستثمارات البديلة (النعيمي وآخرون، 2007).

ويترتب على تطبيق سياسة التوزيعات المتبقية تذبذب مقدار العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين من عام لآخر تبعاً لتوافر الفرص الاستثمارية التي يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة، ففي حال عدم توافر مثل هذه الفرص الاستثمارية تقوم الشركات بتوزيع الأرباح بالكامل على المساهمين، أما في حال توفر الفرص الاستثمارية المجدية تقوم الشركات باحتجاز الأرباح دون أن يتم توزيع أي عائد نقدي على حملة الأسهم، وكما وأن الشركات التي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة هي التي تلجأ إلى احتجاز كامل الأرباح من أجل عمليات النمو المستقبلية، أما الشركات ذات معدلات النمو المنخفضة فتقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها لعدم توافر فرص النمو المستقبلي (مطاوع، 2010).

(2-4-2) سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح Constant-payout-Ratio Dividend Policy

تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية على المساهمين في الشركة كنسبة ثابتة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل فيه الشركة (دينار، دولار، جنيه...إلخ) وتحسب بقسمة الربح النقدي الموزع للسهم Dividend Per Share (DPS) على صافي الربح المحقق للسهم Earnings Per Share (EPS) ويمكن توضيحها بالمعادلة التالية (Gitman,2006):

$$Dividends\ Payout\ Ratio = \frac{DPS}{EPS}$$

المشكلة التي تواجه الشركة التي تنتهج سياسة توزيع نسبة ثابته من الأرباح، هي عند تحقيق الشركة لمستويات أرباح متدنية في فترة من الفترات وعند التزامها بنسبة ثابته من الأرباح، فإن حصة السهم الواحد من الأرباح الموزعة ستكون صغيرة جداً، أو قد تحقق الشركة خسائر في إحدى الفترات وبالتالي فإنها ستتوقف عن توزيع الأرباح، وبما أن الأرباح الموزعة تعتبر من وجهة نظر بعض المستثمرين مؤشراً للوضع المستقبلي للشركة قد يتعرض سعر سهم الشركة إلى الانخفاض في السوق المالي (العلي، 2010).

ولتجنب الآثار السلبية الخاصة بتذبذب مستويات العائد النقدي على أسعار الأسهم، فإن نسبة التوزيع التي يتم اختيارها عند تطبيق هذه السياسة تمثل متوسط النسبة المستهدفة التي تسعى الشركة إلى تحقيقها في الأجل الطويل وليست النسبة التي يتم الالتزام بها بصورة صارمة كل عام، ويعني ذلك إمكانية تجاوز تلك النسبة من عام لآخر تبعاً للظروف التي تمر بها الشركة وللحد من حدوث مثل هذا

التجاوز يتم اختبار نسبة التوزيع المنشودة بعد دراسات مستفيضه لمستويات الأرباح المتوقعة خلال السنوات القادمة (مطاوع، 2010).

(3-4-2) سياسة توزيع الأرباح المنتظمة Regular Dividend Policy

تعتمد هذه السياسة على دفع مبلغ نقدي ثابت كتوزيعات أرباح وذلك في كل فترة يتم فيها اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح بصرف النظر عن مستوى الأرباح الذي تحققه الشركة في كل عام، وفي ضوء ذلك فإن هذا المبلغ النقدي الثابت يعتبر مبلغاً مستقراً من توزيعات السهم الواحد ولا يختلف من فترة زمنية إلى أخرى، وبالتالي فإن معظم الشركات ترفض خفض توزيعات أرباحها حتى في أوقات المحن المالية التي تتعرض لها أخذاً بقاعدة Never Reduce the Annual Dividend، ومن شأن هذه السياسة إعطاء المستثمرين دخلاً منتظماً مما يعطي إشارة للمستثمر بأن الإدارة واثقة من مستقبل الأرباح (Gitman, 2006).

تحقق هذه السياسة (الأرباح الثابتة التي يمكن التنبؤ بها) ميزتين إذا ما قورنت بسياسة التوزيعات المتبقية وهما (النعيمي واخرون،2007):

- ✓ المحتوى المعلوماتي لهذه السياسة (الإشارة المتضمنة معلومات حول توزيعات الأرباح) تتضمن أن الشركة واثقة من مستقبلها بعكس التقلبات في توزيع الأرباح والتي تقود إلى حالة كبيرة من عدم التأكد الذي يؤدي بدوره إلى معدل عائد مطلوب أعلى وسعر سهم سوقي أقل.
- ✓ العديد من حملة الأسهم يفضلون الحصول على مبلغ نقدي ثابت كعائد على أموالهم المستثمرة وذلك لتغطية نفقاتهم المعيشية المتكررة مما يجعلهم يقبلون على شراء أسهم الشركات التي تتبع تلك السياسة وعند المفاضلة بين الحصول على مبلغ نقدي ثابت أو القيام ببيع بعض الأسهم للحصول على الأموال اللازمة فإن الكثير من حملة الأسهم يفضلون العائد النقدي الثابت بدلاً من بيع الأسهم نظراً لأنهم سيكونون أمام عقبة وتكلفة بيع الأسهم للحصول على النقد إذا لم تكن التوزيعات حسب التوقعات.

تتجه الشركات نحو سياسة التوزيعات المنتظمة لعدة أسباب (عبد الرحيم، 2008):

- يعتقد كثير من المديرين أن سياسة توزيع الأرباح المنتظمة تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.
- إن سياسة توزيع الأرباح المنتظمة تعني تأكد المستثمرين بشأن التدفقات النقدية المستقبلية من التوزيعات، أما سياسة التوزيع المتقلبة فتؤدي إلى حالة عدم التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية وانخفاض سعر السهم السوقي.
- لا تميل الشركات إلى تخفيض التوزيعات النقدية بسبب ما يعرف بفرضية الإشارة أو ما يعرف بمضمون المعلومات Information Content (Signaling) Hypothesis، والتي تعني أن المستثمرين ينظرون إلى التغير الحاصل في توزيعات الأرباح على أنها إشارة (Signal) على تنبؤ الإدارة بالمكاسب المستقبلية، فإذا خفضت الشركة التوزيعات فهي إشارة تدل على أن الإدارة تتنبأ بانخفاض المكاسب المستقبلية مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم السوقي، والعكس صحيح إذا قامت الشركة بزيادة التوزيعات فهذا يدل على تنبأ الإدارة بمكاسب مستقبلية كبيرة مما يؤدي بدروه إلى رفع سعر السهم في السوق المالي.

(2-4-4) سياسة توزيع أرباح منتظمة منخفضة ومتزايدة Low-Regular and Extra Dividend Policy

تأتي هذه السياسة في مكان وسط بين سياستي توزيع الأرباح المنتظمة وسياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح، حيث تحافظ الشركة بمقتضاها على دفع توزيعات أرباح نقدية ثابته ومنتظمة ولكن بمبالغ منخفضة وفي السنوات التي تزيد فيها أرباح الشركة تقوم على دفع توزيعات إضافية إلى المساهمين، هذه السياسة مستخدمة بشكل كبير بين الشركات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها (Gitman, 2006).

وبالتالي إذا كانت أرباح الشركة متذبذبة بشكل كبير فإن هذه السياسة توفر نوعاً من الأمان والاستقرار لسعر السهم، حيث تقوم إدارة الشركة بإجراء الحد الأدنى من التوزيعات فقط في السنوات التي تنخفض فيها الأرباح أو السنوات التي تظهر فيها حاجة الشركة إلى احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها (النعيمي وآخرون، 2007).

ويرى مؤيدو هذه السياسة أن العائد الإضافي الذي يقتصر توزيعه في السنوات التي تحقق فيها الشركة ربحية مرتفعة فقط يساعد الشركة على تجنب إعطاء المساهمين انطباعاً وهمياً بأن الزيادة في الأرباح يمثل زيادة بشكل دائم يمكن الاعتماد عليها بصورة مستديمة، وترى إدارة الشركات التي تقوم باتباع هذه السياسة أن الالتزام بتوزيع مقدار نقدي وإن كان منخفضاً نسبياً يساعد حملة الأسهم على تغطية نفقاتهم المعيشية المتكررة، كما وترى أن التوزيعات الإضافية التي تم توزيعها على المساهمين في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباحاً مرتفعة يسمح لهم بمشاركتها بمثل هذه الأرباح الإضافية التي تكون مشروطة بتحقيق أرباحاً غير اعتيادية (مطاوع، 2010).

(2-4-5) توزيع الأرباح على شكل أسهم مجانية Stock Dividends

على الرغم من أن الطريقة الأكثر استخداماً من قبل الشركات في توزيع أرباحها هي توزيع الأرباح النقدية (Cash Dividends)، إلا أن الشركة تستطيع أن توزيع أرباحها بأشكال أخرى ترتبط بسياسة التوزيعات النقدية للشركة مثل توزيع الأرباح على شكل أسهم مجانية.

وفقاً لهذه الطريقة تأخذ الأرباح شكل أسهم مجانية، فبدلاً من أن يتم توزيع مبالغ نقدية على حملة الأسهم كمقسوم أرباح تقوم إدارة الشركة بتوزيع أسهم عادية وأحياناً أخرى تقوم إدارة الشركة بتوزيع أرباح نقدية ترفق معها توزيعات على شكل أسهم، وبالرغم من عدم وجود قيمة حقيقية لتوزيعات الأرباح على شكل أسهم مجانية إلا بعد عرضها في السوق المالي وبيعها، إلا أن المستثمرين يفضلون هذا النوع من التوزيعات لأنها تمثل شيئاً لم يكن المساهمون يمتلكونه من قبل (حداد، 2007).

تحقق الشركات من توزيع الأرباح على شكل أسهم مجانية العديد من المزايا أهمها (مطاوع، 2006):

1. تعد توزيعات الأرباح على شكل أسهم مجانية بديلاً للتوزيعات النقدية، وبالتالي تحافظ الشركات على النقدية المتوفرة لديها.
2. توسيع قاعدة الملكية في الشركة، حيث أن معظم المستثمرين يقومون ببيع الأسهم الإضافية التي يحصلون عليها كعائد إلى مستثمرين جدد مما يؤدي إلى توسيع قاعدة ملكية الشركة.

3. التوزيعات على شكل أسهم لا تخضع للضرائب وهذه ميزة كبيرة للمساهمين وذلك على عكس توزيعات الأرباح النقدية التي تدر دخلاً وتخضع للضرائب في نفس السنة.

هذا وتوجد عدة حقائق أساسية تتعلق بتوزيعات الأسهم يمكن توضيحها بإيجاز فيما يلي (غنيم،2008):

- تؤدي توزيعات الأرباح على شكل أسهم إلى زيادة عدد الأسهم الحالية للمستثمرين، مع بقاء إجمالي حقوق الملكية ثابتة.
- انخفاض ربحية السهم الواحد بالنسبة إلى عدد الأسهم الجديدة المصدرة.
- تؤدي توزيع الأرباح على شكل أسهم مجانية بقاء الحقوق النسبية للمستثمرين في صافي حقوق ملكية الشركة وأرباحها ثابتة بدون تغير مع توزيعات الأسهم.
- تؤدي توزيع الأرباح على شكل أسهم مجانية إلى انخفاض السعر السوقي للسهم بالنسبة لعدد الأسهم الجديدة المصدرة مع بقاء ثروة المساهمين ثابتة دون تغيير.

(2-5) طبيعة سياسة توزيع الارباح

إن سياسة توزيع الأرباح في الشركات كقرار ليس بالأمر السهل فهي تحمل في مضمونها قضية معقدة ومزدوجة، فالسؤال المطروح هنا هل سياسة توزيع الأرباح في الشركات تعد قرار استثماري أم قرار تمويلي؟ وعليه فان معالجة هذه السياسة يتم في ضوء الهدف التي تسعى الشركة إلى الوصول إليه ألا وهو تعظيم قيمة الشركة كأموال مستثمرة وفيما يلي شرح سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري وكقرار تمويلي (زرقون، 2010).

(1-5-2) سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري

تعتبر سياسة توزيع الأرباح قراراً استثمارياً إذا اعتمدت القرارات الخاصة بها على النقدية الناتجة من عمليات التشغيل، إذ قد يمتد أثر هذه القرارات على الفرص الاستثمارية المجدية المتاحة للشركة، ومن ثم فإن قرار توزيع الأرباح قد يعكس مشكلة استثمارية يجب اتخاذ القرار الضروري لمواجهتها.

إن البحث في حلول سياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية يفرض على الشركة استخدام الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن عملية التشغيل كتوزيعات نقدية بعد اختيار الفرص الاستثمارية المجدية واستيفاء كافة المتطلبات المالية للعملية الاستثمارية في الشركة.

(2-5-2) سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي

تلجأ الشركة في الكثير من الحالات إلى الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية (القروض، أو الأسهم الجديدة) لتوزيع الأرباح على المساهمين فيها، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناتجة عن استخدام النقدية الناتجة عن العملية التشغيلية في توزيع الأرباح، وهنا تعكس سياسة توزيع الأرباح خاصةً إذا اعتمدت على مصادر التمويل الخارجي مشكلة تمويلية تؤثر على الهيكل التمويلي للشركة.

إن استخدام مصادر التمويل الخارجية لتأمين مبالغ التوزيعات النقدية، يجب أن يتم التخطيط له في ضوء محددات الهيكل التمويلي المناسب للشركة وألا يخل بالهدف الذي تسعى الشركة لتحقيقه وهو تعظيم ثروة الملاك.

يمكن توضيح الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل من خلال المعادلة التالية:

توزيعات الأرباح= (النقدية التشغيلية + مصادر التمويل الخارجية) – الأموال المطلوبة للاستثمار

وبناء على ذلك يتبين لنا أن عملية توزيع الأرباح ما هي إلا محصلة للفرق ما بين الأموال النقدية المتاحة للشركة أيا كان مصادرها (داخلية أو خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لتمويل عمليات الاستثمارية المتاحة، ومع الأخذ بعين الاعتبار أنه إذا كانت مصادر التمويل الداخلية كافية للإنفاق على الفرص الاستثمارية أو تزيد فلا توجد حاجة للجوء إلى مصادر التمويل الخارجية للقيام بعملية توزيع أرباح.

(2-6) النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

بعد أن تطرقنا لعرض المفاهيم الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، وذلك من خلال المفهوم، الأساسيات والعوامل المؤثرة فيها، والأنواع والأشكال التي يمكن أن تكون عليها، سنتطرق الآن لبحث النظريات المفسر لسياسة توزيع الأرباح، حيث سيتم تناول أهم النظريات التي تفسر سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد التام وأهم النظريات التي تفسر سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد، ومن ثم تقييم هذه النظريات وأخيراً عرض نظريات أخرى مفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

(2-6-1) النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد التام

أبرز هذه النظريات، نظرية (Dividend Irrelevance Theory,1961) لكلاٍ من موديلياني وميلر ونظرية مايرون قوردن (Myron GORDON,1962)، ونعني بظروف التأكد التام أن الأرباح والاستثمارات المحققة معروفة مسبقاً ودون وجود مخاطر، وهذا يندرج تحت فرضية السوق الكفؤ.

❖ **نظرية عدم ملائمة التوزيعات لموديلياني وميلر** (Dividend Irrelevance Theory,1961).

قدم هذه النظرية كل من موديلياني وميلر (Modigliani & Miller) حيث يرى كل منهما في ظل هذه النظرية عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم وتكلفة الأموال للمؤسسة أي أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، وبعبارة أخرى إن قيام المؤسسة باحتجاز الأرباح أو توزيعها هو أمر لا يهم المستثمر، وبالتالي فإن سعر السهم يتحدد حتماً بالقدرة الإيرادية للمؤسسة Earning Power ووفقاً لمخاطر أعمالها (Business Risk)، ومعنى ذلك أن قيمة المؤسسة تعتمد على القوة الإيرادية لأصولها أكثر من الطريقة التي تم بها تمويل تلك الاصول وهذا ما يجعل أثر للأرباح الناتجة عن أعمال المؤسسة وليس الطريقة التي تقسم بها تلك الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز على سعر السهم ومن الأسس الافتراضية التي تقوم عليها هذه النظرية

1. عدم وجود ضرائب على المؤسسات أو عدم وجود ضرائب شخصية على الدخل.
2. عدم وجود نفقات للتعامل في الأسهم (مثل عمولات الوسطاء).

3. ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال.
4. توفر نفس المعلومات للمدراء والمتعاملين حول مستقبل المؤسسة.
5. ليس لتقسيم الربح بين الاحتجاز والتوزيع أثر في الأموال المملوكة.
6. سياسة تخطيط الإنفاق الرأسمالي مستقلة عن التوزيعات.
7. غياب عامل المخاطرة، أي أن المؤسسة تعمل في ظل ظروف تأكد تام بمعنى أن المستثمر يستطيع التنبؤ بالتوزيعات والأسعار المستقبلية بشكل مؤكد، أي يوجد معدل خصم واحد خالٍ من المخاطر ملائم لجميع المؤسسات في السوق.

وكما هو واضح، فإن الافتراضات السابقة غير واقعية وغير دقيقة نظراً لعدم وجود إعفاءات من الضرائب على الدخل لكلاً من الأفراد أو الشركات بصفة عامة، كما يتحمل المستثمرين تكاليف التعامل في الأسهم كما وأن الشركات تتحمل تكاليف إصدار الأسهم، كما وأن المدراء يتمتعون بمركز أفضل من المستثمرين خارج الشركة من حيث المعلومات المتاحة لكل من الطرفين، كما وأن لسياسة التوزيعات المستخدمة في الشركة تأثير على الموازنة الرأسمالية من خلال الفائض النقدي المتاح لغايات الاستثمار. وفي ظل الافتراضات السابقة، فإن معدل العائد على الاستثمار يعادل معدل تكلفة الأموال (معدل الخصم)، حيث أن معدل العائد على الاستثمار يتحدد بالعائد على التوزيعات بالإضافة إلى العائد الرأس المال، وفي ظل افتراضات موديلياني وميلر فإن معدل العائد، هو معدل العائد لجميع الأسهم ويبرر ذلك بأنه إذا اختلف معدل العائد للأسهم فان المستثمرين سوف يقومون على بيع الأسهم ذات العائد المنخفض ويشترون الأسهم ذات العائد المرتفع مما يؤدي انخفاض سعر الأسهم ذات العائد المنخفض وارتفاع سعر السهم ذات العائد المرتفع وبالطبع يرجع ذلك إلى الافتراض القائل عدم وجود اختلاف في درجة الخطر بين الشركات، وبما أن معدل العائد على الاستثمار يساوي معدل الخصم فإن بإصدار أسهم جديدة يساعد الشركة على تدفع توزيعات الارباح والحصول على أموال لمواجهة سياسة الاستثمار المثالية، وهذا يؤكد على عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيعات وسياسة الاستثمار وبذلك توصل موديلياني وميلر إلى أن الاستثمارات في الشركة يمكن أن تمول عن طريق احتجاز الأرباح أو إصدار أسهم جديدة أو كلاهما وفي ظل هذا الاستنتاج يصل موديلياني وميلر إلى أن قيمة الشركة لا تتأثر بسياسة توزيع الأرباح. كما أن الشركة تستطيع أن تقوم بتوزيع الأرباح وأن تستعين بالتمويل الخارجي (إصدار أسهم جديدة) لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة لها ولن يؤثر ذلك على القيمة السوقية للشركة.

❖ **نظرية قوردن (Myron GORDON,1962)**

يختلف فكر مايرون قوردن (Myron GORDON) اختلافاً جوهرياً عن فكر كلاٍ من موديلياني وميلر (Modigliani & Miller)، حيث يعتقد أن سياسة التوزيعات المتبعة من قبل الشركة تؤثر على قيمتها السوقية، وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الفروض ومنها:

1. تعتمد الشركة بشكل كامل على حقوق الملكية في تمويل استثماراتها، حيث لا توجد عمليات تمويل خارجية.
2. معدل العائد المتوقع على استثمارات الشركة ثابت ويساوي *K.
3. معدل العائد المطلوب على الاستثمارات ثابت ويساوي K.
4. لا توجد ضرائب على دخل الشركة أو دخل المستثمر.
5. معدل نمو الشركة (g) ثابت ويساوي نسبة الأرباح المحتجزة إلى الأرباح المحققة T_{NDIV} مضروباً في معدل العائد المتوقع على الاستثمارات الشركة.
6. معدل العائد المطلوب على الاستثمار أعلى من معدل النمو.
7. نسبة الأرباح الموزعة (DIV) على حملة الأسهم العادية ثابتة لا تتغير.

انطلق قوردن من نموذج خصم التوزيعات في حالة النمو لإثبات نظريته وبما أن التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم تمثل ربحية السهم مضروبة في النسبة المئوية للتوزيعات، وعندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار مساوي لمعدل العائد المتوقع فإن القيمة السوقية للسهم مستقلة عن سياسة توزيع الأرباح، معنى هذا أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على القيمة السوقية للسهم ومن ثم لا تؤثر على القيمة السوقية للشركة، وبعبارة أكثر تحديداً تعتبر القيمة السوقية للسهم محصلة لقرارات الاستثمار ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار وليس لقرارات التمويل.

(2-6-2) النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد

سنتطرق هنا لعرض النظريات المفسرة لسياسية توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد، مع البقاء تحت فرضية الكفاءة التامة للأسواق المالية ولعل أبرز هذه النظريات، نظرية سياسة التوزيعات الشخصية (Home-made Dividend) لكل من (Modigliani & Miller) والتي يصران بها على رأيهما بخصوص عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمنشأة، وبالمقابل تأتي النظرية

(Gordon & Lintner) العصفور في اليد (Bird–in–the–Hand Theory) التي لا يتفقان بها مع ما توصل اليه (Modigliani & Miller) إذ يعتقدان أن هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح على ثروة الملاك.

❖ **نظرية سياسة التوزيعات الشخصية (Home–made Dividend Policy)**

أصر موديلياني وميلر (Modigliani & Miller) في هذه النظرية على موقفهما من عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركة حتى في ظل عدم التأكد، ففي غياب الضرائب وتكلفة المعاملات يستطيع أن يشكل المستثمر لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه وهذا ما قامت عليه نظرية (**Home–made Dividend Policy**)، إذ أن المستثمر لا يلقي أي اهتمام لسياسة التوزيعات التي تقررها الشركة حيث يمكنه أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها لتغطية احتياجاته الشخصية، ومن ناحية أخرى إذا كانت التوزيعات تزيد عن تلك الاحتياجات يقوم على استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم الشركة، وبعبارة أكثر وضوحاً يمكن للمستثمر تشكيل سياسة توزيع ذاتيه تتناسب مع رغباته بغض النظر عن سياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركة، وعليه يمكن للشركة أن تختار سياسة التوزيع التي تروق لها ولا تشغل بالها برد فعل المستثمرين اتجاه تلك السياسة، ويفترض أن

- الأرباح المتولدة في العام السابق الدخل مؤكد بطبيعته
- مصادر التمويل المتاحة للشركة إما أرباح محتجزة أو إصدار أسهم عادية أو طرح سندات جديدة أو الحصول على مصادر التمويل خارجية.

كما واشارا إلى أن ثروة الملاك تتأثر بقرارات الاستثمار وما يترتب عليها من عائد حالي ومستقبلي وما يتعرض له هذا العائد من مخاطر، وهذا يعني أن سياسات التوزيع لا تؤثر على ثروة الملاك ومن ثم فان على الشركة أن تتبع سياسة توزيع أرباح تناسبها وألا تشغل بالها برد فعل الملاك.

❖ **نظرية العصفور في اليد (Bird–in–the–Hand Theory) لـ (Gordon & Linter)**

نظراً لعدم واقعية افتراضات نظرية (Modigliani & Miller) حول توزيعات الأرباح لاقت النظرية الكثير من الانتقادات، فقد انتقد (Gordon & Linter) الافتراض الخامس في نظرية (Modigliani & Miller) والقائم على أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على معدل العائد على الملكية، ويقولان أن تكلفة الملكية تتناقص مع زيادة توزيع الأرباح على المساهمين والسبب في ذلك هو أن درجة تأكد حصول حملة الأسهم على مكاسب رأسمالية التي تتحقق من الأرباح المحتجزة أقل من درجة تأكدهم من الحصول على التوزيعات، وبالتالي فإن قيمة الدولار الموزع حالياً أعلى من قيمة الدولار المحتجز لأن مكونات عائد التوزيعات $\frac{D_1}{P_0}$ هي أقل خطورة من معدل النمو g في معادلة العوائد المتوقعة الكلية $K = \frac{D_1}{P_0} + g$

ولتأكيد وجهة نظرهما فقد قدما نموذج عصفور باليد (Bird–in–the–Hand Theory) والمتعارف عليه أيضاً بنظرية تفضيل العائد، وطبقاً لهذه النظرية فإن المستثمرين يفضلون الاستثمار في المنظمات التي تقوم على توزيع نسبة أرباح أكبر وبالتالي يقبلون على شراء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع المزيد من أرباحها إذ أنهم يفضلون عدم الانتظار للحصول على تلك التوزيعات فترة زمنية طويلة حيث تزداد عدم التأكد الخاصة بتوقيت ومقدار حصولهم على التوزيعات خلال الأعوام القادمة.

تفترض هذه النظرية أن الشركة ممولة بكامل من حقوق الملكية، وأن معدل الخصم يكون متزايد من سنة إلى أخرى، والسبب في ذلك أن المستثمر يتحمل مخاطر متزايدة بسبب زيادة الأرباح المحتجزة، ونتيجة للعلاقة العكسية بين معدل الخصم وقيمة السهم فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم.

حيث أن قيمة المنشأة في حال توزيعات الأرباح يفوق قيميتها في حال قامت الشركة باحتجاز الأرباح، وذلك حتى لو كان معدل العائد المطلوب على الاستثمار مساوياً لمعدل العائد المتوقع على الاستثمار وبما أن هناك علاقة عكسية بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية ومعدل العائد على الاستثمار، فإن القيمة السوقية للاسهم في ظل عمليات توزيع الأرباح تفوق قيمتها السوقية في حال تم احتجاز الأرباح ونلاحظ بذلك أن سياسة توزيع الأرباح تترك أثراً على القيمة السوقية للأسهم العادية وأن ثروة الملاك تتأثر بشكل إيجابي في حال توزيع الأرباح.

❖ نظرية التفضيل الضريبي (Tax Preference Theory)

تعد نظرية التفضيل الضريبي إحدى النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد، حيث تحاول هذه النظرية بيان أثر الضريبة على تفضيلات المستثمر والتي تبناها كل من (Litzenberger and Ramaswany).

إن إحدى الفرضيات التي قامت عليها نظرية (Dividend Irrelevance Theory) أن ليس هناك ضرائب على دخل الفرد الشخصي أو على دخل الشركة، ولكن هذا الافتراض غير صحيح حيث أن المستثمرين يدفعون الضرائب كما أن الشركات هي الأخرى تدفع ضرائب على الدخول التي تحصل عليها وهذا ما قامت عليه نظرية التفضيل الضريبي Tax Preference Theory.

أن هناك ثلاث أسباب ترتبط بالضريبة وتؤثر على تفضيل المستثمر لتوزيعات المنخفضة على التوزيعات المرتفعة وهي:

1. إن الضريبة على الأرباح الرأسمالية تكون أقل من الضريبة على الأرباح الموزعة وبالتالي فإن المستثمرين الذين يملكون معظم أسهم الشركة والذين يستلمون معظم التوزيعات يفضلون قيام الشركة باحتجاز أرباحها وإعادة استثمارها على توزيعها، حيث يؤدي احتجاز الأرباح إلى زيادة سعر السهم وبالتالي استبدال العوائد الجارية ذات الضرائب المرتفعة، بالعوائد الرأسمالية ذات الضرائب المنخفضة.
2. إن الضرائب المستحقة على الدخول الرأسمالية لا يتم دفعها إلا في حالة بيع السهم ووفقاً لمفهوم القيمة الزمنية للنقود، فإن تكلفة الدينار المدفوع كضريبة مستقبلاً أقل من تكلفة الدينار المدفوع حالياً.
3. في حال تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل مستثمر حتى وفاته فإن ورثة هذا المساهم لن يدفعون ضريبة الأرباح الرأسمالية لأن قيمة السهم في تاريخ وفاة المستثمر هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم.

وطبقاً للاعتبارات المذكورة أعلاه فإن المستثمرين يفضلون قيام الشركات باحتجاز الأرباح أو جزء كبير منها، كما أنهم على استعداد لدفع سعر أعلى لشراء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة منخفضة من أرباحها مقارنة بالسعر الذي يدفعونه في شراء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة كبيرة من أرباحها.

وتتمثل أهم الانتقادات التي واجهت هذه النظرية وجود بعض الجهات التي لا تخضع استثماراتها لأي نوع من الضرائب كما هو الحال بالنسبة لصناديق المعاشات وهيئات الأوقاف مما يعني عدم وجود الأساس التي تقوم عليه نظرية التفضيل الضريبي وهو تفضيل نوع معين من الضرائب على نوع آخر.

(3-6-2) نظريات أخرى مفسرة لسياسة توزيع الأرباح

سوف نتناول الآن بعض النظريات الأخرى المفسرة لسياسة توزيع الأرباح ولعل أبرز هذه النظريات نظرية المحتوى المعلوماتي أو الإشارة (Information Content or Signaling Theory)، ونظرية أثر الزبون (Clientele Effect Theory)، نظرية تكاليف الوكالة (Agency Costs Theory) وفيما يلي توضيح موجز عن كل من هذه النظريات.

❖ **نظرية المحتوى المعلوماتي أو الإشارة (Information Content or Signaling Theory)**

ينظر المساهمين إلى التوزيعات على أنها تحتوي على معلومات (Information Content) عن وضع الربحية المستقبلية للشركة، أو بعبارة أخرى ينظرون إلى التوزيعات على أنها إشارات مالية (Financial Signaling) تعكس مدى النجاح المتوقع للشركة تحقيقه في المستقبل، فعندما تتبع المنشأة سياسة ثابتة لتوزيع الأرباح ثم يجرى عليها تعديل فإنه يفهم من قبل المتعاملين في السوق على انها إشارة لتوقعاتهم المستقبلية بشأن ربحية الشركة، مما يترك بالتبعية أثره على القيمة السوقية للسهم (حنفي، 2002).

عندما وضع (Modigliani & Miller) نظريتهما حول عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة السهم وتكلفة الأموال، كان لديهما افتراض يقول أن كلاً من المدراء والمستثمرين يحصلون على معلومات متماثلة حول سياسة الأرباح والتوزيعات المستقبلية، ولكن في الواقع غالباً ما يتوفر للمدراء معلومات أفضل مقارنة بالمعلومات التي يحصل عليها المستثمرون وبمعنى آخر يوجد

عدم تكافؤ أو تماثل بالمعلومات المتاحة لكلا الطرفين asymmetric information (النعيمي واخرون،2007).

لقد تم ملاحظة أن زيادة التوزيعات النقدية يؤدي عادة إلى زيادة في سعر السهم بينما يؤدي تخفيض التوزيعات النقدية إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، وهذا يشير إلى أن المستثمرين بالإجمال يفضلون توزيع الأرباح النقدية على الأرباح الرأسمالية، بينما نظرية (Modigliani & Miller) تتضمن أن الإدارة لا تزيد الأرباح الموزعة إلا إذا كانت تتوقع زيادة في العوائد المستقبلية للشركة وبالتالي أي زيادة في الأرباح الموزعة أعلى من المتوقع يكون (إشارة) أي أن الإدارة تتوقع أرباح إضافية مستقبلية والعكس صحيح فإن أي تخفيض في الأرباح الموزعة ما هو إلا إشارة من إدارة الشركة بأنها تتوقع انخفاض أرباحها المستقبلية (خصاونة،2010).

ولهذا يرى (Modigliani & Miller) أن ردة فعل المساهمين حول تغير سياسة توزيع الأرباح ليس بالضرورة أن المستثمرين يفضلون توزيعات الأرباح على الأرباح المحتجزة، وانما ما هو إلا توقع بأن سعر سهم الشركة سوف يتغير نتيجة للتغير في الأرباح الموزعة، وإن سياسة توزيع الأرباح هي إشارة من الشركة حول محتوى المعلومات الموجود لدى إدارتها أو توقعاتها بشأن الأرباح المستقبلية للشركة وهو ما يطلق عليه نظرية محتوى المعلومات (Information Content Theory) أو افتراض الإشارة (Signaling Hypothesis) (الحناوي والعبد،2002).

❖ **نظرية أثر الزبون (Clientele Effect Theory)**

أشار (Modigliani & Miller) إلى أن لكل سياسة من سياسات التوزيع مجموعة من المستثمرين يفضلونها على غيرها من سياسات التوزيع، ويعبر هؤلاء المساهمين عن إعجابهم بتلك السياسة من خلال شراء أسهم الشركة التي تتبعها وهذا ما يعرف بنظرية أثر الزبون (Clientele Effect Theory) وبالطبع كلما زاد عدد المساهمين الذين يفضلون سياسة توزيع معينة ارتفعت قيمة الأسهم السوقية لتلك الشركة التي تتبع تلك السياسة (هندى،2008).

إن الشركات تتبع سياسة التوزيع التي تمكنها من اجتذاب مجموعة من الزبائن (Clientele) هم المستثمرين التي تعجبهم تلك السياسة، حيث يوجد مستثمرون يفضلون الحصول على دخول جارية (التوزيعات) على العوائد الرأسمالية المستقبلية ولذلك يفضلون الاستثمار في الشركات التي تدفع نسبة

أعلى من أرباحها المحققة، بينما هناك مستثمرين على النقيض من ذلك إذ يفضلون إعادة استثمار أموالهم للحصول على أرباح مستقبلية بدلاً من حصولهم على الدخول الجارية (التوزيعات) فإذا ما قامت الشركة بتبني سياسة توزيع أرباح تقوم على احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في المستقبل مثلاً، فإن هذه السياسة لا تتناسب ورغبات المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على دخول جارية وقد يدفعهم ذلك إلى التخلص من كل أو بعض ما لديهم من أسهم وذلك لتدبير احتياجاتهم الحالية من الأموال (النعيمي وآخرون،2007).

طالما أنه من الممكن للمستثمر أن يتحول باستثماراته من شركة إلى أخرى وذلك عن طريق بيعها لمستثمر آخر ثم يبحث عن الشركة التي تتناسب مع تفضيلاته ورغباته، ولكن عملية تغير المستثمر للشركة التي يستثمر فيها عملية غير فعالة ولا تتصف بالمرونة والكفاءة لعدة أسباب (حنفي، 2002):

1. وجود تكلفة أو نفقات سمسرة (Brokerage costs).
2. احتمال خضوع المستثمرين الراغبين ببيع أسهمهم للضريبة على الأرباح الرأسمالية.
3. احتمال وجود قصور في عدد المستثمرين الراغبين في الاستثمار بالشركة الجديدة، مما يعني أن الإدارة قد ترفض تغيير سياسة التوزيع، لأن هذا قد يدفع حملة الأسهم الحاليين إلى بيع تلك الأسهم مما يؤدي بدوره إلى انخفاض سعر السهم في السوق.

لهذه الأسباب فإن الشركات لا تغير بشكل متكرر سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها، إلا إذا كان هناك أسباب تتعلق بالعمل مع وجود عدد كافي من المستثمرين الذين يفضلون السياسة الجديدة التي ترغب الشركة بإتباعها، لأن التغيير المستمر سوف يؤدي إلى قيام المستثمرين الحاليين ببيع أسهمهم وبالتالي انخفاض سعر السهم، ولذلك يجب على الشركة أن لا تغير سياسة توزيع الأرباح لديها بشكل متكرر إلا إذا كان هناك أسباب منطقية ووجيهة يتعلق بالتوقعات الحالية والمستقبلية لعوائد الشركة (خصاونة، 2010).

❖ نظرية تكاليف الوكالة (Agency Costs Theory)

في بداية تكوين وإنشاء المنشأة تتفق العديد من الأطراف مثل المساهمين (المالكين) والمقرضين، وإدارة الشركة مجتمعين على إنشاء الشركة والسبب في ذلك التعاون والاتفاق هو المصالح المشتركة فيما بينهم وهو ما تتبلور حوله نظرية الوكالة (Agency Costs Theory)، وفيما بعد نجد أن كل من الأطراف المشتركة تحاول تحقيق مصالحها الشخصية وتحقيق المكاسب الخاصة على حساب الأطراف الأخرى مما يؤدي إلى ظهور ما يعرف بمشكلة الوكالة (حنفي، 2002).

تنشأ مشكلة الوكالة كنتيجة للفصل بين الإدارة والملكية ويتسبب ذلك تضارب المصالح ما بين كل من المالكين والمديرين حيث تعرف بتكاليف الوكالة للملكية، كما وقد تتضارب مصالح كلاً من المالكين والدائنين والتي تعرف بتكاليف الوكالة للديون، وتكمن مشكلة عدم تماثل المعلومات وراء نشوء هذه النظرية ويرجع ذلك إلى أن الإدارة غالباً ما تملك معلومات خاصة بالشركة لا تكون متوفرة للمالكين حيث تقوم الإدارة باستغلالها لمصالحها الشخصية على حساب مصلحة المالكين، مما يؤدي إلى استنزاف موارد الشركة وتراجع ثقة المساهمين فيها وبالتالي عدم الإقبال على شراء أسهمها مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة السوقية(Jensen & Meckling,1976).

يرى العديد من الباحثين في العلوم المالية أن المدراء في حال كان لدى الشركة فوائض نقدية كبيرة يتعرضون للرقابة الصارمة من قبل المالكين أو ممثليهم حول الكيفية التي يتم فيها إنفاق تلك الفوائض المالية، ولكي يتخلص المدراء من تلك الضغوطات والإحساس بأنهم تحت الرقابة الدائمة يقومون بتوزيع الأرباح على المساهمين في الشركة وبالتالي تخليص الشركة من تحمل تكاليف الرقابة على تصرفات وقرارات الإدارة أو ما يطلق عليها تكاليف الوكالة (Agency Costs)، ولا يعني ذلك أنه من الأفضل للمدراء توزيع الأرباح النقدية دائماً بل من الممكن إعادة شراء الأسهم كبديل للتوزيعات النقدية مما يؤدي في نهاية المطاف إلى الوصول لنفس النتيجة (Ross,et al.,2005).

(2-7) سياسة توزيع الأرباح في الأردن

بالنظر إلى مفهوم الشركة نفسه يفترض توزيع الأرباح على المساهمين في الشركة وذلك بشكل دوري شريطة ألا يمنع أي مساهم في الشركة من حصته بأرباح الشركة، إلا أن قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة (1997) وتعديلاته أوجب بالمادتين (187،186) عدم جواز توزيع الأرباح على المساهمين في الشركة إلا بعد أن يتم تسوية الخسائر المدورة من السنوات السابقة، واقتطاع ما قيمته 10% من أرباح الشركة السنوية الصافية لحساب الاحتياطي الإجباري ولا يجب وقف هذا الاقتطاع قبل أن يبلغ الاحتياطي الإجباري للشركة متجمع ما يعادل ربع رأس المال المصرح به من قبل الشركة، ويجوز الاستمرار في اقتطاع هذه النسبة حتى يبلغ حساب الاحتياطي الإجباري للشركة مقدار رأسمال الشركة المصرح به وذلك بقرار من الهيئة العامة، ويستخدم هذا الاحتياطي لتأمين الحد الأدنى للربح المقرر في اتفاقيات الشركات ذات الامتياز بتأمين ذلك الحد، ولا يجوز توزيع هذا الاحتياطي على المساهمين في الشركة، كما يتم اقتطاع مالا يزيد عن 20% من أرباح الشركة السنوية الصافية وذلك لحساب الاحتياطي الاختياري للشركة حيث يستخدم هذا الاحتياطي للأغراض التي يقرها مجلس إدارة الشركة على سبيل المثال لا الحصر (الاستثمار والتوسع المستقبلي) ويحق للهيئة العامة في الشركة توزيع كامل هذا الاحتياطي أو جزء منه إذا لم يستخدم للغايات التي أقرتها الشركة، كما يجب اقتطاع ما قيمته 20% من تلك الأرباح لصالح حساب الاحتياطي الخاص وذلك بالتنسيب من مجلس الإدارة إلى الهيئة العامة حيث يجب عليها الموافقة على هذا الاقتطاع ويستعمل لغايات الطوارئ أو تقوية المركز المالي للشركة لمواجهة المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركة.

إن الربح القابل للتوزيع في الشركات الأردنية كما أقره قانون الشركات الأردني يعادل الفرق بين إجمالي إيرادات الشركة واجمالي مصاريف واستهلاكات الشركة في أي سنة مالية، وهذا ما أكدته المادة رقم (189) من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة (1997) وذلك بتحديد صافي الربح من خلال حساب الفرق بين مجموع الإيرادات المتحققة والاستهلاكات والمصاريف في أي سنه مالية بناءً على تقديرات الخبراء، السؤال الذي يطرح نفسه على الساحة هل يجوز توزيع أرباح لم تتحقق فعلياً؟

وبناءً عليه قام المشرع الأردني بعدم إقرار توزيع الأرباح غير المتحقق فعلياً وذلك من أجل أخذ الحيطة والحذر من مخاطر كبيرة يمكن أن تظهر عند القيام بالتحقق الفعلي من موضوع إعادة التقييم، حيث يمكن أن يتبين أن الثمن المقدر من قبل الخبراء أكثر من

ثمن السوق الفعلي، وإذا قامت الشركة بتوزيع الأرباح الوهمية ينطبق عليها العقوبة الواردة في المادة رقم (278) من قانون الشركات الأردني إذ نصت المادة على عقوبة كل من يقوم بتوزيع أرباح صورية أو غير مطابقة للحالة الحقيقية للشركة بالحبس من سنة الى ثلاث سنوات وغرامة مالية لا تقل عن ألف دينار ولا تزيد عن عشرة الاف دينار.

تتمثل عملية إعادة التقييم في تعديل قيمة الأصول (خاصةً الأصول الثابتة) حيث ان الأصول تقيد في سجلات الشركة بثمن الشراء وبطرح الاستهلاكات من تلك القيمة، إلا أن أحوال السوق قد تتغير بالشكل الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمة الأصول بالمقارنة مع قيمتها المسجلة في السجلات إلا أن الربح متحقق بهذه الحالة ليس إلا ربحاً وهمياً لم يتحقق بالفعل، ولا يخضع للضريبة أو الاستهلاك على القيمة المقدرة وبالتالي لا يجوز توزيعه على مساهمي الشركة أو زيادة رأس مال الشركة من خلاله أو إطفاء الخسائر.

لم يبين المشرع الأردني إن كان جائزاً توزيع أرباح الشركة على المساهمين قبل نهاية السنة المالية وإقرار البيانات من قبل الهيئة العامة، حيث أن عدم ذكر النصوص العامة يعني المنع لأن قانون الشركات الأردني رقم (22) لعام 1997 وتعديلاته نص بالمادة (278) منع توزيع الأرباح الغير مطابقة لحالة الشركة الحقيقية (الصورية)، لأن الربح المتحصل عليه خلال جزء من السنة المالية ليس إلا ربحاً وهمياً أو مجرد توقع في تحقيق ربحاً قد يتبخر إن كانت النتائج سيئة خلال ما تبقى من السنة، إن تحقق هذا الأمر (أي اذا كانت النتائج المتحصلة عليها الشركة سيئة) أصبحت عملية توزيع الأرباح وفقاً للمادة آنفة الذكر (278) جريمة يعاقب عليها القانون بالسجن والغرامة المالية كما سبق وذكرنا سابقاً لأن الأرباح الوهمية غير المحققة بالفعل تقتطع من رأس مال الشركة وتؤثر على المركز المالي لها.

(2-9) الخلاصة

لقد تضمن هذا الفصل توضيحاً لسياسة توزيع الأرباح من حيث مفهومها، أنواعها، إجراءاتها، الاعتبارات العملية المؤثرة بها، طبيعة سياسة توزيع الأرباح، كما تضمن شرحاً تفصيلياً لكل النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح، ونبذه قصيرة عن سياسة توزيع الأرباح في الأردن، أما الفصل القادم فسوف يتم فيه عرض لأبرز الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع هذه الدراسة حسب تسلسلها الزمني من خلال تقسيمها إلى قسمين الأول الدراسات الأجنبية، والثاني الدراسات العربية، كما وسيتم عرض ما يميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة.

الفصل الثالث: الدراسات السابقة

(3-1) المقدمة

(3-2) دراسات الدول الأجنبية

(3-3) دراسات الدول العربية

(3-4) ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

(3-5) الخلاصة

الفصل الثالث

الدراسات السابقة

(3-1) المقدمة

على مدى السنوات الخمسون الماضية حظيت سياسة توزيع الأرباح على إهتمام العديد من الأدبيات لما تحمله هذه المسألة من تأثير مباشر على القيمة السوقية للشركة، إذ تعتبر إحدى أهم قرارات التمويل التي تؤثر على العائد لحملة الأسهم وعلى صعيد آخر تؤثر على مستوى الأرباح المحتجزة وإعادة استثمارها وتعزيز نمو الشركة.

تعد سياسة توزيع الارباح من القضايا التي ما زالت تخضع للكثير من الجدل في حقول العلوم المالية حيث قام الاكاديميين والباحثين على وضع العديد من النظريات و الأدلة التجريبية في محاولة لتغطية هذه المسألة فيما يتعلق بسلوك سياسة توزيع الأرباح والقوى المحركة والعوامل المحددة لها، ولكن إلى الآن ليس لدينا تفسيراً كافياً للسلوك الملاحظ لسياسة توزيع الأرباح، أو التغطية الكاملة للعوامل التي تستمد منها قرارات التوزيع، أو الطريقة التي تتفاعل بها هذه العوامل لتحديد السياسة المثلى لتوزيع الأرباح نظراً لعدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بهذه المسألة.

تبحث هذه الدراسة استخدام تحليل المكونات الرئيسة لسياسة توزيع الأرباح لتعرف إلى أهم خصائص الشركة التي قد تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، وفيما يلي عرض لأبرز الدراسات ذات الصلة بالموضوع حسب تسلسلها الزمني من خلال تقسيمها إلى قسمين هما: دراسات الدول الأجنبية ودراسات الدول العربية.

(3-2) دراسات الدول الأجنبية:

بحثت سياسة توزيع الأرباح والعوامل المحددة لها بشكل موسع في الدول المتقدمة مثل (الولايات المتحدة الامريكية، وفرنسا، وبريطانيا، وألمانيا، واليابان)، وقد تم البحث في هذه المسألة في السنوات القليلة الماضية في عدد من الدول النامية حيث كانت من المواضيع الحديثة التي تناولها عدد قليل من الباحثين مثل (المملكة العربية السعودية، الجزائر، الامارات العربية المتحدة، الكويت)، ويعود

ذلك الى ما تمت الإشارة إلية سابقاً بأن سياسة توزيع الأرباح هي إحدى المسائل الهامة جداً في شركات الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء، ومن بين هذه الدراسات:

دراسة **(Rozeff, (1982** حيث قام بتقديم نموذج لسياسة توزيع الأرباح المثلى وذلك باستخدام عينة تكونت من (1000) شركة أمريكية للفترة ما بين 1980-1974، حيث استخدم تحليل الانحدار لفحص العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بكل من النمو المستقبلي والماضي للإيرادات، الأسهم المملوكة من قبل المدراء الداخليين، معامل بيتا، وعدد حملة الأسهم.

وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن الشركات تقوم على دفع نسبة منخفضة من توزيعات الأرباح عندما تواجه ارتفاع في نمو الإيرادات إذ أن النمو يستلزم نفقة مرتفعة، كما وأنها تلجأ إلى النسب المنخفضة في توزيعات الأرباح عندما يكون لديها معامل بيتا عالٍ مما يعكس ارتفاع في الرافعة المالية والتشغيلية.

كما وأظهرت النتائج أن الشركات التي لديها نسبة الملكية الداخلية (أي نسبة الأسهم المملوكة من قبل المدراء الداخليين) منخفضة تكون أكثر ميلاً لدفع توزيعات الأرباح على المساهمين مقارنة بالشركات التي تكون لديها نسبة مرتفعة من الملكية الداخلية مما يعني أن سياسة توزيع الأرباح تعمل على تقليل مشكلة تكاليف الوكالة.

كما ووجد **(Fama & French (2001** انخفاض ملموس في نسبة الشركات الأمريكية التي تقوم بدفع توزيعات الأرباح من 66.5% لعام 1978 الى 20.8% لعام 1999، على الرغم من أن هذا الانخفاض يرجع في جزء منه إلى التغيرات في خصائص الشركات (شركات صغيرة الحجم مع انخفاض الربحية وزيادة الفرص الاستثمارية)، وعلى الرغم من فرض السيطرة على هذه الخصائص لا يزال هناك انخفاض ملموس في ميل المتبقي من الشركات لدفع توزيعات الأرباح.

كما وقد أشار الباحثان إلى أن انخفاض رغبة الشركات لدفع توزيعات الأرباح مع مرور الوقت يعود ذلك إلى انخفاض تكاليف المعاملات من بيع الأسهم لأغراض الاستهلاك، ويرجع ذلك جزئياً إلى زيادة الميل للاحتفاظ stocks via open end mutual funds، والحيازات الكبيرة من قبل المديرين لـ stock options إذ يفضلون الأرباح الرأسمالية على توزيعات الأرباح.

وجاءت دراسة **Aivazian et al., (2006)** بهدف دراسة التفاعل بين قرار استخدام الدين في الشركة وسياسة التوزيعات النقدية على المساهمين، حيث أظهر الباحثون أن نوع الديون لدى الشركة (الديون المصرفية، والدين العام) يلعب دوراً هاماً في تحديد سياسة توزيع الأرباح للشركة، وذلك من خلال جمع بيانات توزيع الأرباح للشركات الأمريكية للفترة ما بين 1981 –1999 بواقع 127516 مشاهدة سنوية. توصلت نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات أهمية إحصائية بين الديون وسياسة توزيع الأرباح، كما وأوضحت النتائج أن العوامل الأساسية المؤثرة على قرار توزيع الأرباح هي نفسها العوامل المؤثرة على قرار استخدام الدين كما وأظهرت النتائج أن العامل الهام ليس حجم الدين لكن نوع الدين.

وأيضاً توصلت النتائج إلى أن الشركات التي تستطيع الوصول إلى سوق الدين العام هي الشركات كبيرة الحجم ذات الأصول الملموسة أكثر، ونسبة (القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية) منخفضة وتميل الى دفع توزيعات الأرباح النقدية، كما وأكد اختبار Aivazian أن احتمالية دفع الشركات لتوزيعات الأرباح تزيد مع زيادة ربحية الشركة، وتنخفض مع زيادة مستوى الديون ووجود فرص النمو المستقبلية، كما ووجدوا أن الأرباح الحالية تؤثر بشكل كبير على توزيعات الأرباح للسنوات السابقة، بينما التوزيعات الحالية غير حساسة للأرباح الحالية.

دراسة **Forte, (2006)** إلى تحديد أسس سياسة توزيع الأرباح، وكيف يمكن للشركات في أوروبا تحديد نسبة التوزيعات التي يعتبرها المدراء نسبة التوزيع المثلى، والتعرف على مدى استجابة الشركات في كل من بريطانيا، ألمانيا، إيطاليا، وفرنسا، لتعديل نسبة توزيع الأرباح النقدية لتحقيق نسبة التوزيع المثلى. وقد تم جمع بيانات سنوية من (Datastrem) للشركات المدرجة في المؤشرات الدولية ذات القيمة السوقية المرتفعة لجميع الصناعات والقطاعات خلال الفترة ما بين 1995–2005، حيث استخدمت الدراسة نموذج (Lintner) للتعرف على ملامح سياسة توزيع الأرباح في مجتمع الدراسة المكون من (3604) شركة في أوروبا، أما عينة الدراسة فشملت على (854) شركة أوروبية منها (403) شركة بريطانية، (180) شركة ألمانية، (71) شركة إيطالية (200) شركة فرنسية.

وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات الأوروبية مثل نظيرتها الامريكية تستخدم معدل التوزيعات الحالية كمعيار عند اتخاذ قرار بتغير سياسة توزيع الأرباح، كما وأشارت النتائج إلى أن

الشركات الفرنسية والإيطالية هي الأقل حذر والأسرع في تعديل نسب توزيع الأرباح إذ أنها تعادل ضعفي سرعة بريطانيا وألمانيا وقد أظهرت النتائج أن بريطانيا هي عرضة لزيادة توزيع الأرباح النقدية، والأكثر تردداً في خفض التوزيعات النقدية على المساهمين في الشركات، كما وقد أشارت النتائج إلى أن التغيرات الكبيرة في الأرباح بالإضافة إلى معدلات التوزيعات الحالية، هي المؤثر الرئيسي على قرارات توزيع الأرباح في الشركات الأوروبية.

وأخيراً تقدم دراسة سياسة توزيع الأرباح الأوروبية دليلاً على أن الضرائب تؤثر على تفضيلات المساهمين وبالتالي على سياسة توزيع الأرباح في أوروبا، وأن الشركات الأوروبية قادرة على الحفاظ على زيادة توزيعات الأرباح وتجنب خفض التوزيعات على المساهمين في تلك الشركات.

وحاولت دراسة (2009) **Chen & Dhiensiri** تحليل العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح للوقوف على مدى تأثير نظرية الإشارة، نظرية الوكالة، نظرية التوزيعات المتبقية، ونظرية استقرار التوزيعات على سياسة توزيع الأرباح، وذلك من خلال دراسة عينة بلغت (75) شركة غير مالية مدرجة في بورصة نيوزيلندا للأوراق المالية (NZSE) خلال الفترة ما بين 1991–1999 وقد تم تحليل البيانات التي تم الحصول عليها من قاعدة بيانات (Datex Database) باستخدام نموذج المربعات الصغرى العادية The Ordinary Least Squires Regression (OLS).

حيث توصلت نتائج الدراسة إلى أن هيكل الملكية هو العامل الأكثر أهمية لسياسة توزيع الأرباح في الشركات النيوزيلندية إذ وجدت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين توزيع الأرباح ودرجة تشتت الملكية، حيث أن الشركات تميل الى أن تكون نسبة توزيع الأرباح مرتفعة عندما يكون لديها درجة مرتفعة من تشتت الملكية، كما أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيع الأرباح ودرجة الملكية الداخلية (أي نسبة ملكية المدراء الداخليين لاسهم الشركة) إذ أن الشركات تميل إلى أن يكون لديها أقل نسبة توزيع أرباح عندما يكون لديها درجة عالية من الملكية الداخلية، كما وتقدم النتائج التي توصلت إليها الدراسة دعماً قوياً لنظرية الوكالة، ودعماً جزئياً لنظريتي تكاليف المعاملات ونظرية توزيع الأرباح المتبقية، بينما لم تجد إي أدلة تدعم نظرية استقرار التوزيعات ونظرية الإشارة، كما وأشارت النتائج إلى أن الشركات التي تواجه نمواً سريعاً في السنوات الأخيرة تميل إلى دفع أرباح منخفضة نسبياً .

وأخيراً توصلت نتائج الدراسة إلى أن الملكية الإدارية والفردية، التدفقات النقدية التشغيلية، حجم الشركة هي المحددات الأكثر أهمية لتحديد سلوك سياسة توزيع الأرباح، بينما توصلت النتائج إلى أن الرافعة المالية وحساسية التدفق النقدي لا تسهم بشكل كبير في تحديد مستوى توزيعات أرباح الشركات الباكستانية.

وجاءت دارسة **Afza & Mirza (2010)** بهدف اختبار مدى تأثير هيكل الملكية والتدفقات النقدية على سياسة توزيع أرباح الشركات، ولتحقيق هذا الهدف قامت الدراسة بتحليل البيانات لعينة مكونة من (100) شركة مدرجة في بورصة كراتشي (KSE) ممثلة لكل القطاعات الرئيسة في الباكستان لتغطي الفترة ما بين 2005-2007، باستخدام نموذج المربعات الصغرى العادية (OLS)، حيث توصلت نتائج الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح في الشركات الباكستانية ترتبط بعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية مع كل من الملكية الإدارية والفردية، حساسية التدفقات النقدية، حجم الشركة، والرافعة المالية، وبمعنى آخر إن الشركات ذات نسبة ملكية فردية وإدارية مرتفعة تمتنع عن دفع توزيعات أرباح أكثر مقارنة مع الشركات ذات النسب المنخفضة كما أن الشركات كبيرة الحجم وذات نسب مديونية مرتفعة تميل الى التقليل من دفع التوزيعات، كما وأشارت نتائج الدراسة الى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وربحية الشركة، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح في بلغاريا تعتمد بشكل رئيسي على فرضيات دورة حياة الشركة، وأوضحت كذلك عدم وجود أي أثر لنظرية الإشارة على قرارات توزيع أرباح الشركات البلغارية.

وحاولت دراسة (**Gill et al., (2010** التعرف على محددات نسب توزيع الأرباح للشركات الصناعية والخدمية الأمريكية، إذ تعتبر نتائج هذه الدارسة امتداداً للنتائج المرتبطة بمحددات نسب توزيع الأرباح التي توصل إليها (Amidu and Abor, 2006) و (Anil and Kapoor, 2008) عن طريق دراسة نفس الشركات الصناعية والخدمية في الولايات المتحدة الأمريكية، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة الدراسة بصورة عشوائية لتمثل (266) تقرير مالي من أصل (500) تقرير مالي أعلنتها الشركات العامة في الولايات المتحدة للعام (2007)، وقد تم استخدام نموذج الانحدار

الخطي للتوصل إلى النتائج التي أظهرت إلى أن نسبة توزيع الأرباح للعينة كاملة تتأثر بالعوامل التالية (هامش الربح، نمو المبيعات، نسبة الديون الى حقوق الملكية، و الضرائب).

كما وأظهرت النتائج إلى أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بالنسبة للشركات الصناعية تختلف عن تلك التي للشركات الخدمية، حيث وجدت النتائج أن نسبة توزيع الأرباح النقدية تتأثر بكل من (هامش الربح، نمو المبيعات، ونسبة إجمالي الدين إلى حقوق المساهمين) بالنسبة للشركات الخدمية، أما فيما يخص الشركات الصناعية وجدت الدراسة أن نسبة توزيع الأرباح تتأثر بالعوامل التالية (هامش الربح، الضرائب، ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية).

وسعت دراسة (**Gupta & Banga (2010** إلى إعادة فحص العوامل المختلفة التي تؤثر على قرار توزيع أرباح الشركات الهندية المدرجة في بورصة بومباي خلال الفترة الممتدة من 2001 الى 2007. ضمت الدراسة عينة ممثلة من الشركات الصناعية بلغت (150) شركة حيث استبعدت الدراسة جميع الشركات والمؤسسات المالية، والشركات المملوكة للحكومة، لتحقيق هدف الدراسة استخدمت الدراسة تحليل المكونات الرئيسة (Principal Component analysis (PCA لتحليل (15) متغير لها تأثير على قرار توزيع الأرباح من ثم تم اخضاع العوامل الناتجة من تحليل (PCA) بإضافة الى قرار توزيع الأرباح كمتغير تابع للتحليل من خلال نموذج الانحدار المتعدد

وقد أظهرت نتائج الدراسة من خلال تحليل المكونات الرئيسة وجود خمس عوامل تعتبر العوامل الرئيسة التي تؤثر على قرار توزيع الأرباح وهي (الرافعة المالية، السيولة، الربحية، هيكل الملكية، والنمو) وعندما تم اخضاع هذه العوامل بالإضافة الى قرار توزيع الأرباح كمتغير تابع لتحليل الانحدار المتعدد أظهرت نتائج الدراسة أن الرافعة المالية والسيولة هي أهم العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح في الشركات الهندية حيث أظهرت النتائج أن العلاقة بين الرافعة المالية وقرار توزيع الأرباح هي علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بالمقابل أشارت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين السيولة وقرار توزيع الأرباح الشركات وبمعنى آخر الشركات ذات السيولة المرتفعة تميل إلى دفع توزيعات أرباح على حملة الأسهم مقارنة بالشركات ذات السيولة المنخفضة.

بينما هدفت دراسة (**Utami & Inanga (2011** إلى اختبار مدى قدرة الشركات الإندونيسية ذات التدفق النقدي الحر المرتفع على السيطرة على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، كما وتحاول

الدراسة التعرف على مدى تأثير تكاليف الوكالة على التوزيعات النقدية والرافعة المالية للشركة، وهي تختبر أيضاً الفرق في تكاليف الوكالة بين الشركات التي تدفع أرباح الأسهم للمساهمين والشركات التي لا تقوم بدفع أرباح أسهمها حيث تكون مجتمع الدراسة من مؤشر LQ 45 الذي يضم (45) شركة من مختلف القطاعات الصناعية، بينما تم اختيار (26) شركة من المؤشر كعينة للدراسة خلال الفترة ما بين 1994-2007، ولتحليل البيانات واختبار الفرضيات استخدمت الدراسة تحليل الانحدار الخطي المتعدد، حيث استخدمت الدراسة متغيرات تكاليف الوكالة (الربحية، النمو، الخطورة، حجم الشركة، والتدفق النقدي الحر) لقياس مستوى تكاليف الوكالة في حين تم استخدام الرافعة المالية والتوزيعات النقدية كمتغيرات لقياس سياسة توزيع الأرباح ومعالجة مشاكل التدفق النقدي الحر.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ذي أهمية إحصائية للتدفق النقدي الحر على الرافعة المالية بينما كان له تأثيراً سلبياً ذي أهمية إحصائية على توزيع الأرباح، كما وأظهرت النتائج وجود تأثير سلبي غير مهم إحصائياً للنمو على توزيع الأرباح، بينما كان للرافعة المالية تأثير إيجابي ذي أهمية إحصائية على التوزيعات النقدية، كما وأشارت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية غير مهمة إحصائياً بين كلٍ من (الربحية، حجم الشركة، والخطورة) والتوزيعات النقدية، وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات التي قامت على دفع توزيع الأرباح لـ 5 سنوات متتالية تملك تأثيراً ايجابياً ذي دلالة إحصائية للتدفق النقدي الحر على توزيعات الأرباح بينما كان هناك تأثير سلبي للتدفق النقدي الحر على توزيع الأرباح للشركات التي لم تقم على دفع توزيعات أرباح لـ 5 سنوات متتالية.

وأخيراً، أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية غير مهمة إحصائياً بين تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة والرافعة المالية لكلا الفئتين من الشركات.

وقامت دراسة **Hui Wang et al., (2011)** بالبحث في سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة تايوان، في محاولة لاختبار فرضيات دورة حياة الشركة، وذلك من خلال دراسة عينة شملت على جميع الشركات غير المالية المدرجة في بورصة تايوان للأوراق المالية حيث انطوت العينة على (6031) مشاهدة لتوزيعات الأرباح على مدى (16) سنة ممتدة للفترة ما

بين 1992-2007، إذ تراوح عدد الشركات بين (149) شركة في عام 1992 و (619) شركة في عام 2007.

حيث استخدمت الدراسة تحليل الانحدار اللوجستي متعدد المتغيرات للوصول إلى النتائج التي كان أهمها أن دافعي توزيعات الأرباح سواء كانت (أرباح نقدية، أو أرباح على شكل أسهم، أو كليهما) يرتبطون ارتباطاً وثقاً مع ارتفاع ربحية الشركة، ارتفاع معدلات نمو الأصول، وارتفاع نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية أكثر من غير الموزعين للأرباح، وقد أوضحت نتائج الدراسة أن متوسط العائد على الأصول (ROA) بلغ 7.03% لدافعي التوزيعات، بينما بلغ 0.93% في حالة عدم قيام الشركة بتوزيع أرباح، بالمقابل وصل متوسط النسبة السوقية للقيمة الدفترية 1.69 لدافعي التوزيعات، بينما كانت 0.80 للشركات غير الموزعة للأرباح.

كما وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن توزيعات الأرباح على شكل أسهم ترتبط ارتباطاً وثيقاً مع ارتفاع معدل نمو الأصول، وانخفاض نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي حقوق المساهمين، وانخفاض معدل العائد على الأصول (ROA)، مقارنة مع توزيعات الأرباح النقدية إذ تتوافق هذه النتائج مع فرضيات دورة حياة الشركة لتوزيع الأرباح، كما وأشارت النتائج أن الشركات الأصغر حجماً تميل إلى دفع التوزيعات على شكل أسهم أكثر من دفع التوزيعات النقدية نظراً إلى إمكانية النمو وقلت الربحية، بينما الشركات الأكثر نضجاً والتي تتميز بارتفاع الأرباح تميل إلى القيام بالتوزيعات النقدية على قيامها بالتوزيعات على شكل أسهم نظراً لقلة إمكانية النمو المستقبلي.

وفي دراسة أخرى **Thanatawee (2011)** هدفت إلى فحص سياسة توزيع الأرباح في محاولة لاختبار فرضيتي التدفق النقدي الحر ودورة حياة الشركة، وذلك باستخدام عينة تكونت من (287) شركة غير مالية مدرجة في بورصة تايلاند للأوراق المالية بواقع (784) مشاهدة للدراسة والتحليل خلال الفترة ما بين 2002 الى 2008، حيث تم قياس سياسة توزيع الأرباح من خلال مقياسين وهما (نسبة توزيع الأرباح وذلك بقسمة إجمالي التوزيعات على صافي الدخل، وعائد توزيع الأرباح من خلال قسمة إجمالي التوزيعات على القيمة السوقية لحقوق الملكية)، أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة فقد تم جمع بيانات تلك المتغيرات وتحليلها باستخدام نموذج المربعات الصغرى العادية (OLS).

توصلت نتائج الدراسة إلى أن الشركات الأكبر حجماً والأكثر ربحية وذات تدفق نقدي حر مرتفع ونسبة مرتفعة من الأرباح المحتجزة إلى حقوق الملكية تقوم بدفع توزيعات أكثر، بالإضافة إلى ذلك تشير النتائج إلى أن الشركات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة تكون لديها نسبة التوزيعات منخفضة ولكن مع عائد توزيعات مرتفع، حيث توفر هذه النتائج مجتمعة الدعم الكامل الى فرضيات نظريتي التدفق النقدي الحر ودورة حياة الشركة، كما وأشارت النتائج بشكل غير متوقع إلى أن العلاقة بين الرافعة المالية وسياسة توزيع الأرباح علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية.

بينما جاءت دراسة **Litai et al., (2011)** بهدف اختبار مدى تأثير الخصائص المالية وخصائص الحاكمية المؤسسية على ميل الشركات لدفع توزيعات نقدية، ولتحقيق هذا الهدف استخدمت الدراسة النموذج اللوغاريتمي (Logit Model) لتحليل بيانات عينة الدراسة المكونة من (1056 A-Share) للشركات المدرجة في بورصتي (Shanghai) و (Shenzhen) الصينية للفترة ما بين 2001-2007.

حيث أظهرت نتائج الدراسة أن الخصائص المالية التالية للشركة: (حجم الشركة، التدفق النقدي، سيولة الأصول، الربحية) ترتبط بشكل إيجابي مع ميل الشركة لدفع توزيعات نقدية، كما وأظهرت النتائج أن الفرص الاستثمارية ونسبة المديونية، تؤثران بشكل سلبي على ميل الشركة لدفع توزيعات نقدية، بينما ليس هناك أي تأثير يذكر للنمو، وكما وأشارت نتائج الدراسة بما يخص خصائص الحاكمية المؤسسية أن لحجم مجلس الإدارة ومكافآت الإدارة العليا تأثيراً إيجابياً ذا دلالة إحصائية على ميل الشركات لدفع التوزيعات النقدية، بينما ارتبط ميل الشركات لدفع التوزيعات النقدية بعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية مع كلاً من نسبة الأسهم القابلة للتداول وازدواجية وظيفة الرئيس التنفيذي للشركة، وبشكل عام أظهرت الخصائص المالية للشركة تأثيراً إيجابياً على قدرة الشركات الصينية على دفع توزيعات الأرباح نقدية، بينما أظهرت آليات الحاكمية المؤسسيةتأثيراً سلبيا على قدرة الشركات الصينية على دفع التوزيعات النقدية.

كما وسعت دراسة **Yiadom & Agyei (2011)** إلى إيجاد محددات سياسة توزيع الأرباح للبنوك في غانا للفترة ما بين 1999-2003. حيث استخدمت الدراسة النماذج الثابتة والعشوائية الأثر لتحليل بيانات عينة الدراسة التي تضمنت على (16) بنك تم اختيارها من بين جميع البنوك الكبرى في غانا.

وقد توصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح ترتبط بعلاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية مع (الربحية، الرافعة المالية، التغير في التوزيعات، والقدرة على الضمانات)، ومن ناحية أخرى أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والخطورة، فرص النمو، وعمر البنك، كما وأشارت نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية بين سياسة توزيع الأرباح والنقدية ولكن غير مهمة إحصائياً.

وأخيراً توصلت نتائج الدراسة إلى أن المحددات الرئيسة لسياسة توزيع الأرباح للبنوك في غانا هي (الربحية، الرافعة المالية، القدرة الضمانية، فرص النمو، وعمر البنك). حيث توفر هذه التنائج معاً الدعم الجزئي لنظرية دورة حياة الشركة، ومن جهة أخرى فهي لا تدعم نظرية الدفق النقدي الحر.

كما وهدفت دراسة (**Nuredin, (2012**) إلى التعرف على العوامل المحتملة التي يمكن أن تؤثر على سياسة توزيع الأرباح لشركات التأمين في أثيوبيا خلال فترة مدتها تسع سنوات من 2003 إلى 2011، وذلك باستخدام عينة ضمت تسع شركات تأمين من أصل أربعة عشر شركة تأمين عاملة في أثيوبيا، ومن أجل التوصل إلى النتائج تم وضع سؤالين للبحث وخمس فرضيات، ولمعالجة المسائل البحثية واختبار الفرضيات استخدمت الدراسة منهجية بحث مختلطة حيث اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي وعلى المقابلات الشخصية المعمقة لبعض المسؤولين في الشركات، وقد استخدمت نموذج الأثر العشوائي لمعرفة أهم المتغيرات المستخدمة من قبل شركات التأمين في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وقد اعتبرت الدراسة الربحية والنمو وحجم الشركة والسيولة والرافعة المالية متغيرات مستقلة، في حين اعتبرت سياسة توزيع الأرباح متغير تابع.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و (الربحية والسيولة)، وبعبارة أخرى إن الربحية والسيولة المرتفعة لشركات التأمين تزيد من قدرتها على دفع أرباح السهم، وكانت هذه النتيجة تتوافق مع نظرية أولويات التمويل، ونظرية الإشارة لسياسة توزيع الأرباح. في حين أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين النمو وسياسة توزيع الأرباح لشركات التأمين الاثيوبية وتتفق هذه النتيجة مع نظرية تكاليف الوكالة، كما ووجدت الدراسة أن حجم الشركة والرافعة المالية لا تؤثران على سياسة توزيع الأرباح، وبذلك تقدم هذه الدراسة دليل على أن الربحية والسيولة والنمو من أهم العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع أرباح

شركات التأمين في أثيوبيا، ولخيراً أظهرت المقابلات المتعمقة أن مدراء شركات التأمين تكرس الوقت الكافي والجهد الازم والاهتمام بسياسة توزيع الأرباح.

في حين جاءت دراسة (**Moradi et al., (2012**) بهدف تقديم إجابة عن الأسئلة التالية:

1. هل سياسة توزيع الأرباح متفقة مع الأهداف المقترحة في سياق نظرية الوكالة؟
2. هل للمدراء المستقلين غير التنفيذيين أي تأثير على قرارات توزيع الأرباح؟
3. هل يمكن اعتبار المتغيرات المستقلة بدائل غير مباشرة للتخفيف من تكاليف الوكالة؟

ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام الانحدار اللوجستي لتحليل بيانات (67) شركة مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية للفترة ما بين 2001-2008، وقد أظهرت النتائج أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين (التدفقات النقدية الحرة، وربحية الشركات) ونسبة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة طهران، في حين أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين (نسبة المدراء المستقلين، هيكل الأصول، المخاطر التجارية، الرافعة المالية، نسبة أعضاء مجلس الادارة) ونسبة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة طهران، وكما وقد بينت النتائج أن حجم الشركة، وفرص النمو ليس لها أي تأثير يذكر على نسبة توزيع الأرباح.

بينما جاءت دراسة (**Trang (2012**) التي هدفت إلى تحديد أثر كلاً من خصائص الشركة، والحاكمية المؤسسية على سياسة توزيع أرباح الشركات الفيتنامية، حيث قسمت الدراسة العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح إلى مجموعتين رئيستين وهما خصاص الشركة والتي تشمل على (الربحية، حجم الشركة، مستوى الديون، السيولة هيكل الأصول، نوع الصناعة، فرص النمو، ومخاطر الاعمال) بينما تمثلت الحاكمية المؤسسة بـ (الملكية الإدارية، تركّز الملكية، مجلس إدارة الشركة، بالإضافة إلى جودة التدقيق)، وذلك باستخدام عينة تضمنت (116) شركة منها (63) شركة مدرجة في بورصة Hochiminh Stock Exchange (HOSE) و (53) شركة مدرجة في بورصة Hanoi Stock Exchange (HNX) من أصل (559) شركة مدرجة في كلا البورصتين لعام 2009، ولتحقيق هدف الدراسة تم جمع البيانات لـ (12) متغير وتحليلها باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

ونظراً إلى أن هذه الدراسة مماثلة لتلك الدراسات التي أجريت في كل من الولايات المتحدة الأمريكية بريطانيا، الأرجنتين، وبولندا، وجدت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و(ربحية الشركة، نوع الصناعة، وجودة التدقيق)، إلا أن الدراسة أشارت إلى أن ربحية الشركة هي المحدد الرئيسي لسياسة توزيع الأرباح في الشركات الفيتنامية، لذلك يمكن للمستثمرين الاعتماد على توقعاتهم المستقبلية حول ربحية الشركة للنظر فيما إذا كان ينبغي شراء أو بيع أسهمها، بينما أظهرت النتائج أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر أعمال الشركة وسياسة توزيع الأرباح، كما وأشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وكلاً من (حجم الشركة، مستوى المديونية، السيولة، هيكل الأصول، فرص النمو، الملكية الإدارية، تركيز الملكية، ومجلس إدارة الشركة).

دراسة **Mansourinia et al., (2013)** التي هدفت إلى استقصاء أثر حجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة والازدواجية الإدارية للرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح، حيث أجريت هذه الدراسة على عينة تكونت من (140) شركة تم اختيارها بشكل عشوائي من بين جميع الشركات المدرجة في بورصة طهران وذلك للأعوام 2006–2010.

حيث تم استخدام نموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات للوصل إلى نتائج الدراسة التي كان مفادها أن العلاقة التي تربط حجم مجلس الإدارة بسياسة توزيع الأرباح علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية، بينما لا يوجد أي تأثير لمجلس الإدارة المستقل على سياسة توزيع الأرباح.

كما وأشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الازدواجية الإدارية للرئيس التنفيذي وسياسة توزيع الأرباح، وبمعنى آخر إن الجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس إدارة الشركة في شخص واحد ليس له أي أثر على سياسة توزيع الأرباح.

(3-3) دراسات الدول العربية:

دراسة **Juhmani (2007)** فقد هدفت إلى تحديد العوامل المؤثرة على القرارات المتعلقة بتوزيع أرباح شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة البحرين لعام 2004. اعتمدت الدراسة على استبانة لجمع البيانات لـ (20) عامل يمكن أن تؤثر على قرارات مديري الشركات البحرينية فيما يتعلق بسياسات توزيع الأرباح النقدية.

وقد أظهرت نتائج الدراسة أن معدل العائد المتوقع على الأصول ومدى الاستقرار في التدفقات النقدية مستوى الأرباح الحالية والأرباح المتوقعة في المستقبل، والاعتبارات الاستثمارية مثل (الفرص الاستثمارية المربحة، السيولة، سلوك التوزيعات النقدية للسنة الماضية، والمحافظة على هيكل رأس المال) هي من أهم العوامل التي تؤثر على قرارات مديري الشركات البحرينية فيما يتعلق بسياسات توزيع الأرباح النقدية، كما وتظهر نتائج الدراسة أن عامل التدفقات النقدية ذو أهمية بالغة في رسم سياسة توزيع أرباح شركات المساهمة البحرينية حيث يعتبر عامل من العوامل المنافسة لعامل الربحية.

بينما هدفت دراسة **Abdelsalam et al., (2008)** إلى اختبار أثر تكوين مجلس الإدارة وهيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح في مصر بمحاولة لدراسة سياسات توزيع الأرباح في سوق ناشئة في بلد يمر بمرحلة انتقاليه، وذلك باستخدام ملاحظات لأعلى (50) شركة مدرجة في البورصة المصرية (ESE) خلال الفترة ما بين 2003-2005، وقد تم قياس سياسة توزيع الأرباح من خلال متغيرين الأول قرار توزيع الأرباح باعتباره متغير وهمي والمتغير الثاني العائد على التوزيعات ويتم قياسه من خلال قسمة التوزيعات للسهم الواحد على السعر السوقي للسهم الواحد. بينما تم قياس تكوين مجلس الإدارة من خلال (حجم مجلس الإدارة، مجلس الإدارة المستقل، والجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الادارة)، وقياس هيكل الملكية من خلال (نسبة الملكية الإدارية، نسبة الملكية المؤسسية، ونسبة التداول الحر).

حيث أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية وكلاً من قرار توزيع الأرباح، ونسبة توزيع الأرباح، حيث تؤكد النتائج أن الشركات مع ارتفاع العائد على حقوق المساهمين ونسبة الملكية المؤسسية تقوم على توزيع مستويات أعلى من الأرباح، وكما وأظهرت النتائج عدم وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية تربط بين تكوين مجلس الإدارة ونسبة توزيع الأرباح أو قرار

توزيع الأرباح للشركات المصرية الخمسين، حيث تقدم هذه النتائج مجتمعة الدعم الكامل لنظرية الإشارة والدعم الجزئي لنظرية تكاليف الوكالة.

وجاءت دراسة **حسين (2008)** بهدف فحص العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح والتعرف على كيفية اتخاذ القرار المتعلق بتوزيع الأرباح أو احتجازها في شركات المساهمة العراقية وذلك من خلال عينة تضمنت (15) شركة مساهمة من الشركات المدرجة في البورصة العراقية، تم اختيارها بصورة عشوائية من مختلف القطاعات الاقتصادية (صناعية، زراعية، خدمية، مصرفية)، واعتمدت منهجية هذه الدراسة على الاستبانة التي تم توزيعها على المسؤولين الإداريين والماليين في هذه الشركات.

وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن شركات المساهمة العراقية تعتبر عامل السيولة النقدية في مقدمة العوامل التي تؤثر على قرار توزيع الأرباح حيث تأخذه الشركات بعين الاعتبار وتولية الأهمية الكافية وبالشكل الذي ينتج عنه القرار الأمثل لتوزيع الأرباح، كما توصلت نتائج الدراسة إلى أن معظم المساهمين يفضلون توزيع أرباح بشكل دوري بدلاً من احتجازها بغض النظر عن نسب حصصهم من الأسهم، كما وتشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بين احتجاز الأرباح والفرص الاستثمارية مما يشير إلى وجود علاقة سلبية بين الفرص الاستثمارية وسياسة توزيع الأرباح، بينما أظهرت النتائج أن هناك علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية وسياسة توزيع أرباح شركات المساهمة العراقية.

كما وحاولت دراسة **Al-Malkawi (2008)** البحث في العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح في الشركات الأردنية للفترة ما بين 1989-2003، باستخدام عينة تكونت من (160) شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (ASE) منها (75) شركة صناعية، (43) شركة خدمية، (26) شركة تأمين، و(16) بنك، وقد طورت الدراسة خمس فرضيات واستخدمت نموذج General-to-Specific Modelling Approach للاختيار بين الفرضيات المتنافسة، بينما استخدمت نموذج Probit specification لتحديد العوامل المؤثرة على قرارات توزيع أرباح الشركات الأردنية.

ونظراً إلى أن العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في أسواق الدول المتقدمة يمكن أن تطبق على أسواق الدول النامية أشارت نتائج الدراسة إلى أن هناك أربعة عوامل يمكن أن تؤثر على قرار توزيع أرباح الشركات الأردنية حيث أن الشركات الأكبر حجماً، والأكثر ربحية، والناضجة مع القليل من الفرص الاستثمارية هي الشركات الأكثر عرضة لدفع أرباح الأسهم، كما وأظهرت النتائج أن

الرافعة المالية تؤثر بشكل سلبي على قرار توزيع الأرباح، حيث توفر هذه النتائج معاً الدعم لفرضية تكاليف الوكالة في تفسير سياسة توزيع الأرباح وتتفق بشكل عام مع فرضيات أولويات التمويل.

هدفت دراسة (**Al-Najjar (2009** إلى اختبار قرارات توزيع الأرباح في البلدان النامية وعلى وجه الخصوص تهدف الدراسة إلى إسقاط الضوء على مسألة سياسة توزيع الأرباح، وسلوك التوزيعات في الأردن على اعتباره إحدى الأسواق الناشئة، وذلك من خلال دراسة عينة من الشركات غير المالية بلغت (86) شركة أفصحت عن تقاريرها المالية للفترة ما بين 1994-2003، حيث تم الحصول على بيانات الشركات من خلال "دليل الشركات المساهمة الأردنية" الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية (ASE)، حيث اعتبرت الدراسة سياسة توزيع الأرباح عامل تابع بينما اعتبرت كلاً من (الرافعة المالية، الربحية، مخاطر الاعمال، الملكية المؤسسية، هيكل الأصول، معدل النمو، وحجم الشركة) عوامل مستقلة.

وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح في الأردن كبلدٍ نامٍ يتأثر بتلك العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح في الدول المتقدمة على سبيل المثال (نسبة الرافعة المالية، الربحية، مخاطر الاعمال هيكل الأصول، معدل النمو، وحجم الشركة)، وكما توصلت الدراسة إلى أن الشركات الأردنية لديها نسب مستهدفة لتوزيع الأرباح وأنها تتكيف مع تلك النسب بشكل أسرع من شركات الدول الأكثر تطوراً .

أما دراسة (**Al-Kuwari (2009** والتي هدفت إلى فحص محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي (GCC)، وذلك باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية(Panal Data) للشركات غير المالية للحصول على المعلومات اللازمة للدراسة، حيث توفرت البيانات اللازمة (191) شركة غير مالية من اصل (245) شركة غير مالية مدرجة في البورصات الخليجية للفترة ما بين 1999-2003، حيث تم فحص سبعة فرضيات متعلقة بنظرية تكاليف الوكالة وذلك باستخدام سلسلة من نماذج (Tobit) عشوائية الأثر حيث تقس هذه النماذج أثر كل من ملكية الحكومة، التدفقات النقدية الحرة، حجم الشركة، معدل النمو، فرص النمو، الخطورة التجارية، و ربحية الشركة، على نسبة توزيع الأرباح.

وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين (الملكية الحكومية، حجم الشركة، ربحية الشركة) ونسبة توزيع الأرباح، بينما أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة

إحصائية بين الرافعة المالية ونسبة توزيع الأرباح، كما وتشير النتائج مجتمعة إلى أن الشركات تقوم بتوزيع أرباحها بهدف الحد من مشكلة الوكالة والحفاظ على سمعة الشركة، ووجدت النتائج أن سياسة توزيع الأرباح للشركات غير المالية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي تعتمد بشكل كبير على ربحيتها، وهذا يقود إلى أن الشركات غير المالية في البورصات الخليجية تعمد إلى تغيير سياستها في توزيع الأرباح بشكل مستمر ولا تعتمد على سياسة توزيع واحدة كهدف طويل الأمد.

كما وجاءت دراسة **Zurigat & Gharaibeh (2011)** تهدف إلى التعرف العملي فيما إذا كانت الشركات ذات القيمة المتزايدة تتبع تعديل متماثل أو غير متماثل مستهدف لسياسة توزيع الأرباح، كما أنها تتحقق فيما إذا كان هذا السلوك موجود في كل من الشركات الرابحة والخسارة على حدٍ سواء. حيث استخدمت الدراسة (Partial Adjustment Model) لبيانات 38 شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (ASE) خلال الفترة ما بين 1998–2009.

توصلت الدراسة إلى أن الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية تملك سياسة توزيع أرباح مستهدفة مع معدل منخفض من التعديل مستهدف، مما يعني أن الشركات الأردنية تحاول تحقيق الاستقرار في سياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبلها. كما وأظهرت النتائج أن تعديل سياسة توزيع الأرباح عملية غير متماثلة، فهي غير متماثله تحت وفوق التعديل المستهدف لسياسة توزيع الأرباح، حيث أنها غير متماثله تحت التعديل المستهدف لسياسة توزيع الأرباح لكل من الشركات الرابحة والخاسرة على حدٍ سواء، بالإضافة إلى وجود عدم التماثل كذلك فوق التعديل المستهدف لسياسة توزيع الأرباح في كل من الشركات الرابحة والخاسرة.

وفي دراسة أخرى لـ **AL–Shubiri (2011)** هدفت إلى تحديد سياسة توزيع الأرباح لـ (60) شركة صناعية مدرجة في سوق عمان المالي (ASE) للفترة ما بين 2005–2009 وشرح سلوك سياسة توزيع الأرباح لهذه الشركات، ولتحقيق هذا الهدف تم تطبيق عدد من الأساليب الإحصائية منها نموذجي (Tobit and Logit) لفحص العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح والعوامل التي قد تؤثر على احتمالات دفع أرباح الأسهم ولقد تم التعبير عن سياسة توزيع الأرباح باستخدام نسبة توزيع الأرباح في نموذج (Tobit)، بينما اعتبرت سياسة توزيع الأرباح متغير وهمي (Dummy Variable) يأخذ القيمة (1) إذا قررت الشركة توزيع الأرباح والقيمة (0) إذا قررت الشركة عدم توزيع الأرباح وذلك من خلال استخدام نموذج (Logit).

وبعد جمع البيانات وتحليها توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح في الأردن كبلد نامٍ تتأثر بالعوامل نفسها التي تتأثر بها سياسة توزيع الأرباح في الدول المتقدمة، كما وأشارت النتائج الى وجود تأثير مهم وذات دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع (سياسة توزيع الارباح).

وفي دراسة لـ(**Metha, (2012)** والتي تهدف إلى تحديد العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لجميع الشركات في مجال العقارات، قطاع الطاقة، قطاع البناء والتشييد، قطاع الاتصالات السلكية واللاسلكية والرعاية الصحية، والقطاعات الصناعية (باستثناء البنوك) في دولة الإمارات العربية المتحدة لمدة خمس سنوات للفترة ما بين 2005–2009، ولتحقيق هذا الهدف تقوم هذه الدراسة بتحليل مجموعة من العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح ألا وهي (الربحية، المخاطر، السيولة، حجم الشركة، والرافعة المالية للشركة) حيث نظرت لهذه العوامل المستقلة باعتبارها المحددات المحتملة لسياسة توزيع الأرباح، وذلك باستخدام عينة شملت جميع الشركات الإماراتية المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية (ADX) والبالغ عددها (44) شركة باستثناء البنوك والبالغ عددها (15)، طبقت الدراسة معاملات الارتباط وتقنيات الانحدار الخطي المتعدد لتحليل البيانات الثانوية التي تم جمعها عن متغيرات الدراسة لمعرفة المتغيرات الأكثر أهمية التي تستخدمها الشركات الإماراتية في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح.

تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن النسبة المتمثلة بـ نسبة سعر السوق للسهم الواحد مقسوم على ربحية السهم الواحد ذات علاقة سلبية مع سياسة توزيع الأرباح فكلما ارتفعت نسبة P/E للشركة انخفضت خطورتها وبالتالي تزيد نسبة توزيع الأرباح، كما وأشارت النتائج إلى أن ربحية الشركات مقاسة بـ العائد على حقوق المساهمين (ROE) ذات علاقة سلبية مع سياسة توزيع الأرباح مما يدل على أن الشركات الأكثر ربحية تميل إلى دفع توزيعات أرباح أقل، كما وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وسياسة توزيع الارباح، بمعنى آخر إن الشركات ذات الحجم الأكبر أكثر قدرة على دفع الأرباح مقارنة بالشركات صغيرة الحجم، وبذلك تقدم الدراسة أدلة على أن الربحية، حجم الشركة، وخطورة الشركة، هي الاعتبارات الأكثر أهمية في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح النقدية من قبل الشركات الإماراتية.

وجاءت دراسة **Al-Taleb (2012)** بهدف فحص سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية في محاولة لاستقصاء أثر تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح ونسبة المديونية، وقد اشتملت

عينة الدراسة على (60) شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ما بين 2007-2011.

وبالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر وتوزيعات الأرباح، بينما هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر ونسبة المديونية، عند دراسة تأثير الخطورة، المديونية، فرص النمو، التدفق النقدي الحر، الربحية، نسبة الأرباح المحتجزة الى القيمة الدفترية لحقوق المساهمين كمتغيرات لمستوى تكاليف الوكالة الموجودة في الشركات الصناعية الأردنية لاختبار أثر تكاليف الوكالة على سياسة توزيع الأرباح أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير سلبي لتدفق النقدي الحر على سياسة توزيع الأرباح، بينما هناك تأثير إيجابي لكل من نسبة الرافعة المالية والربحية وحجم الشركة على سياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية الأردنية.

في حين حاولت دراسة **(2012) ,.Salameh et al** اختبار أثر مجموعة من العوامل على سياسة توزيع الأرباح للشركات غير المالية المدرجة في السوق السعودية للأوراق المالية ولتحقيق هذا الهدف استخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) لـ (27) شركة مساهمة عامه توفرت عنها البيانات اللازمة من مجموع (92) شركة للفترة ما بين 2004-2009 وبذلك توفر للباحثين (162) مشاهدة، ولغرض تحليل البيانات اتبع الباحثون أسلوب الانحدار (OLS) وفق نموذج اعتمد (الأصول الملموسة، الرافعة المالية، حجم الشركة، الربحية، السيولة، والنمو) متغيرات مستقلة، بينما اعتمد سياسة توزيع الأرباح متغير تابع، وفي ضوء هذه الدراسة توصل الباحثون إلى مجموعة من النتائج كان أهمها:

إن سياسة توزيع الأرباح في المملكة العربية السعودية تتأثر بشكل سلبي وملحوظ بكل من (الرافعة المالية، والمخاطر)، كما وتشير النتائج إلى أن هناك تأثيرات إيجابية وذات دلالة إحصائية لكل من (الربحية وحجم الشركة والنمو) على سياسة توزيع الأرباح للشركات السعودية، بينما أكدت النتائج عدم وجود أي تأثير يذكر لكل من (الأصول الملموسة، والسيولة) على سياسة توزيع الأرباح في المملكة العربية سعودية، وأخيراً وجدت الدراسة إن العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في الدول النامية مماثلة للعوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في الدول المتقدمة.

بينما جاءت دراسة **Al-Kuwari (2012)** بهدف التعرف على طبيعة العلاقة بين كبار حملة الأسهم وقرارات توزيع الأرباح على أساس نظرية الوكالة والتحقق من فاعلية رقابة كبار حملة الأسهم في الشركات الكويتية حيث استخدمت الدراسة عينة تكونت من (37) شركة غير مالية مدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية (KSE)، وذلك للفترة ما بين 1999-2003، وقد استخدمت الدراسة نماذج الآثار العشوائية الاحتمالية (Random-Effects Probit Models) لدراسة أثر كبار المساهمين، حجم الشركة، التدفقات النقدية الحرة الفرص الاستثمارية، مخاطر الأعمال، وربحية الشركة على المبالغ التي تقوم الشركة بدفعها كتوزيعات للأرباح حيث قامت الدراسة بتصنيف كبار المساهمين إلى ثلاث فئات وهي: الملكية المؤسسية، الملكية الحكومية وكبار الافراد من المساهمين.

أظهرت النتائج أن الملكية الحكومية هي الفئة الوحيدة من كبار المساهمين التي تلعب دور فعال وهام في الرقابة والسيطرة على قرارات توزيع الأرباح، كما وأشارت النتائج إلى ان قرارات توزيع أرباح الشركات غير المالية الكويتية تعتمد بشكل أساسي على الملكية الحكومية، نسبة المديونية وربحية الشركة، اذ ان الملكية الحكومية وربحية الشركة تزيد من احتمالية دفع التوزيعات بينما نسبة المديونية تقلل من هذه الاحتمالية، كما وأشارت النتائج الى ان الشركات الكويتية تقوم بدفع التوزيعات من اجل الرقابة والسيطرة على سلوك الإدارة والحد من صراعات تكاليف الوكالة و تجنب استغلال الأقلية من حملة الأسهم والحفاظ على سمعة الشركة.

هدفت دراسة **Alzomaia & Al-Khadhiri (2013)** إلى إيجاد العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح، وذلك من خلال عينة تكونت من (150) شركة غير مالية مدرجة في البورصة السعودية خلال الفترة ما بين 2004-2010، حيث تم استخدام نموذج الانحدار الخطي لاستقصاء أثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (العائد للسهم الواحد، نسبة التوزيعات السابقة للسهم الواحد، النمو، نسبة المديونية، حجم رأس المال، وخطورة السوق) على المتغير التابع والمتمثل بسياسة توزيع الأرباح حيث تم التعبير عنه وقياسه بالتوزيعات النقدية للسهم الواحد.

أشارت نتائج الدراسة إلى أن ربحية الشركة ومستوى التوزيعات السابقة هي أهم العوامل التي تؤثر على قرار الشركة بزيادة أو خفض مستوى التوزيعات للشركات غير المالية السعودية، حيث أن الشركات على استعداد لدفع المزيد من توزيعات الأرباح عندما يكون لديها ارتفاع في مستوى الربحية مع مراعات ارتفاع مستوى توزيعات العام الماضي، كما وأشارت النتائج إلى أن هناك علاقة إيجابية

ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية للسهم الواحد وحجم الشركة، نسبة التوزيعات السابقة، بينما هناك تأثير سلبي غير مهم إحصائياً لكل من فرص النمو، ونسبة المديونية، وخطورة السوق على التوزيعات النقدية للسهم الواحد، إذ تقدم هذه النتائج الدعم الكامل لنظرية الإشارة التي تأخذها الشركات السعودية بعين الاعتبار.

بينما جاءت دراسة **Al-Gharaibeh et al., (2013)** بهدف استقصاء أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الأردنية، وذلك باستخدام عينة تكونت من (35) شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية تتوفر عنها البيانات اللازمة للدراسة خلال الفترة 2005-2010، حيث يتكون مجتمع الدراسة من (234) شركة منها (15) البنك، (26) شركة تأمين، (126) شركة خدمية، (67) شركة صناعية، حيث استخدمت الدراسة نموذجي التعديل الكامل Full Adjustment Model (FAM) والتعديل الجزئي Partial Adjustment Model (PAM) لفحص العلاقة المحتملة بين هياكل الملكية وسياسة توزيع أرباح الشركات.

توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج كان من أهمها حصول نموذج التعديل الكامل على الأفضلية في تفسير اختلافات سياسة توزيع أرباح الشركات نظراً لأنه تمكن من تفسير 61.57% من التباين في توزيع أرباح الشركات مقابل 20.65% لصالح النموذج الجزئي، كما وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية وسياسة توزيع أرباح الشركات الأردنية وبمعنى آخر تقوم الملكية المؤسسية بتوفير الحافز لحملة الأسهم من أجل استخدام تأثيرهم لتعظيم قيمة المؤسسة وذلك بالحد من استخدام رأسمالها في المشاريع ذات العوائد المنخفضة مما يعني ضمناً توفر تدفقات نقدية تمكن الشركات من القيام بتوزيع أرباح نقدية أكثر، كما أظهرت النتائج أن الملكية الإدارية لديها معامل سلبي وقيمة حرجة ذات أهمية في نموذج التعديل الجزئي بينما أظهر نموذج التعديل الكامل وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية وسياسة توزيع الأرباح، إذ أن الإشارة غير متوقعة للملكية الإدارية يعني أن الشركات الأردنية لا تستخدم التوزيعات كآلية للحد من تكاليف الوكالة بين المدراء وحملة الأسهم، كما وأشارت نتائج النموذجين مجتمعة أن توزيعات العام الماضي أمر مهم في تحديد التوزيعات الحالية.

وسعت دراسة **Daradkah & Ajlouni (2013)** إلى تحديد العلاقة بين آليات الحاكمية المؤسسية وسياسة توزيع الأرباح، جنباً الى جنب مع عدد من المتغيرات الضابطة الأخرى مثل (رسوم

الضرائب، معدل النمو والربحية)، وذلك باستخدام عينة تكونت من جميع البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2001 إلى 2009 حيث بلغت عدد البنوك خلال فترة الدراسة 16 البنك، وقد تم إجراء التحليل من خلال استخدام الملكية المؤسسية وكبار المساهمين كمقاييس للحاكمية المؤسسية، ونسبة توزيع الأرباح كمقياس لسياسة توزيع الأرباح.

قدمت نتائج الدراسة دليلاً قوياً على أهمية آليات الحاكمية المؤسسية (تركيز الملكية المؤسسية أو كبار حملة الاسهم) على نسبة توزيع أرباح البنوك الأردنية، إذ أشارت النتائج إلى أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيع أرباح البنوك والملكية المؤسسية أو كبار حملة الأسهم وهذه النتيجة تدعم نماذج الوكالة لتوزيعات الأرباح، كما وقدمت نتائج الدراسة أدلة على تأثير رسوم الضرائب، معدل النمو الإجمالي للأصول والربحية (ROE) على سياسة توزيع الأرباح، إذ أن العلاقة التي تربط بين هذه المتغيرات ونسبة توزيع الأرباح للبنوك الأردنية علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية مما يقدم الدعم لنماذج تقيم السهم.

وهدفت دراسة **عبد القادر وعيسى (2013)** إلى إيجاد العوامل المحددة لنسبة توزيع الأرباح على شكل أسهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، وذلك من خلال دراسة عينة بلغت (266) مؤسسة جزائرية خاصة لعام 2008.

استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد ونموذج التحليل التميزي لتحليل تلك البيانات والوصول إلى العديد من النتائج كان أهمها انخفاض نسبة توزيع أرباح الأسهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية ويرجع ذلك إلى قيام المؤسسات باحتجاز الأرباح لتمويل الاستثمارات المستقبلية وعدم اللجوء الى مصادر التمويل الخارجية حيث تهدف من وراء هذه العملية تجنب الوقوع في العسر المالي، وتتماشى هذه النتيجة مع ما تنص عليه نظرية الوكالة، كما وأشارت نتائج الدراسة إلى أن العوامل الرئيسة المحددة لنسبة توزيع أرباح أسهم المؤسسات الخاصة الجزائرية هي الأرباح الكلية للمؤسسة، والضرائب على الأرباح التي تعتبر متغيرات دالة على دورة حياة الشركة حيث تؤثر على نسبة توزيع الأرباح بشكل إيجابي، كما وأشارت النتائج إلى أن المردودية والاحتياطات والديون قصيرة الأجل، هي محددات يمكن الاعتماد عليها فقط للتمييز بين المؤسسات الخاصة الجزائرية التي تقوم بتوزيع أرباح والشركات التي لا تقوم على توزيع أرباح. كما وأظهرت النتائج عدم وجود علاقة تربط بين نسبة توزيع الأرباح و (حجم الشركة، السيولة، الضمانات، والتدفقات النقدية).

(3-4) ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

بعد استعراض الأدبيات السابقة ذات العلاقة بموضوع الدراسة، اتضح أن الدراسات سواء كانت عربية أو أجنبية قامت بتناول العديد من العوامل والمتغيرات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، منها ما يمثل الخصائص المالية للشركة مثل (حجم الشركة، السيولة، هيكل الأصول، فرص النمو، مخاطر الاعمال، ربحية الشركة) ومنها ما يمثل خصائص الحاكمية المؤسسية مثل (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية تركيز الملكية، جودة التدقيق) في محاول للوصول إلى أهم العوامل التي تمكن الشركات من الوصل إلى السياسة المثلى في توزيع أرباحها، ومما يتضح من الدراسات السابقة في الدول الغربية والعربية على حدٍ سواء أن هناك تباين في وجهات النظر حول أثر هذه العوامل المختلفة على سياسة توزيع الأرباح، وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هو شمولية العوامل والمنهجية التي تمكننا من أخذها جميعاً بعين الاعتبار في محاولة للوصول إلى أهم العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، وعلى حد علم الباحثة، تعتبر هذه الدراسة الأولى التي تستخدم تحليل المركبات الرئيسة (Principle Component Analysis) لتحديد خصائص الشركات الأكثر أهمية المؤثرة على سياسة توزيع أرباحها في الأردن، وتتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة أيضاً بالفترة الزمنية التي قامت بتغطيتها حيث بلغت هذه الفترة عشرة سنوات تمتد من 2003 الى 2013 تعاني خلالها العديد من الدول من تداعيات ما يعرف باسم (الربيع العربي) التي أدت الى سيادة حالة من الحذر والانتظار والترقب لدى المستثمرين كما وأدت إلى خسائر في أسواق المال والبورصات وضعف الأداء الاستثماري، وعلى وجه الخصوص الأردن الذي عانا من تداعيات مالية واجتماعية ناجمة عن تدفق اللاجئين السورين، ولأخيراً تتميز هذه الدراسة بأنها تسهم في إثراء المكتبة العربية بمرجع حديث نسبياً حول تحليل المكونات الرئيسة وسياسة توزيع الأرباح.

(3–4) نموذج الدراسة

ولاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة سيتم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد التالي (كل من الشركة i في السنة t):

$$DP_{it} = B_0 + B_1(PROF_{it}) + B_2(FirmSZ_{it}) + B_3(LVE_{it}) + B_4(LIQ_{it}) + B_5(TANG_{it}) + B_6(GROW_{it}) - B_7(BR_{it}) + B_8(AGE_{it}) - B_9(OWECONCENT_{it}) + B_{10}(BoardSZ_{it}) + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

i = 1, 2, 3, 4, 5, ..., 100 وهي عبارة عن الشركة i.

t = 1, 2, 3, 4, 5, 6 وهي عبارة عن الزمن t خلال الفترة 2003–2012.

β_0 : ثابت يمثل قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المستقلة تساوي صفرًا.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: معامل الانحدار للمتغيرات المستقلة.

ε_{it}: معامل الخطأ العشوائي نتيجة لمتغيرات لا يتضمنها نموذج الدراسة.

DP: (**Dividend policy**): المتغير التابع، ويمثل سياسة توزيع الأرباح.

PROFT: (**Profitability**) ربحية الشركة.

Firm SZ: (**Firm Size**) حجم الشركة.

LEV: (**Financial Leverage**) مديونية الشركة.

LIQ : (**Liquidity**) سيولة الشركة.

TANG : (**Assets Structure**) هيكل أصول الشركة.

GROW : (**Growth Opportunities**) فرص النمو للشركة.

BR : (**Business Risk**) خطورة أعمال الشركة.

AGE : (**Firm Age**) عمر الشركة.

OWNCONCENT : (**Ownership Concentration**) تركّز ملكية الشركة.

Board SZ: (**Board of Directors Size**) حجم مجلس إدارة الشركة.

(3-5) الخلاصة

لقد تضمن هذا الفصل عرض لأبرز الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة، كما وعرض ما يميز هذه الدراسة عن باقي الدراسات السابقة التي أجريت في الدول العربية والاجنبية على حدٍ سواء، أما الفصل القادم من هذه الدراسة فسيتناول منهجية الدراسة من حيث مجتمع الدراسة وعينتها، متغيرات الدراسة بالإضافة الى مصادر جمع البيانات، كما وسيوضح نموذج الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات.

الفصل الرابع: منهجية الدراسة

(4–1) المقدمة

(4–2) مجتمع وعينة الدراسة

(4–3) نموذج الدراسة

(4–4) متغيرات الدراسة

(4–5) مصادر جمع البيانات

(4–6) أسلوب تحليل البيانات

(4–7) الخلاصة

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

(4-1) المقدمة

تهدف هذه الدراسة إلى إعادة فحص العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح باستخدام تحليل المكونات الرئيسة والانحدار اللوغاريتمي للتعرف على الأهمية النسبية لهذه العوامل وتحديد أهم العوامل الرئيسة المؤثرة على سياسة توزيع أرباح الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وعليه سيوضح هذا الفصل من الدراسة المنهجية المتبعة في تقدير العلاقات الإحصائية بين متغيرات الدراسة، بدءاً بالتعريف بمجتمع وعينة الدراسة ومتغيرات الدراسة وطرق قياسها والنموذج المستخدم في التحليل بالإضافة إلى مصادر جمع البيانات وأسلوب تحليلها.

(4-2) مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، والبالغ عددها (70) شركة حتى نهاية عام 2012، بينما اشتملت عينة الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية التي تتوفر عنها البيانات اللازمة لأغراض الدراسة واقتصرت على (52) شركة للفترة الزمنية الممتدة من 2003 ولغاية 2012، وقد تم اعتماد عدة معايير لأغراض تحديد عينة الدراسة وهي:

1. استبعاد جميع الشركات التي أجري لها عمليات دمج أو استحواذ خلال فترة الدراسة.
2. استبعاد جميع الشركات التي لا تتوفر لها البيانات الازمة أو البيانات المفقودة.
3. استبعاد جميع الشركات التي تم تصفيتها أو إيقاف تشغيلها خلال فترة الدراسة.
4. استبعاد جميع الشركات التي تم تأسيسها بعد عام 2003.

.

(4-4) متغيرات الدراسة

❖ **المتغير التابع (Dependent Variable):**

يتمثل المتغير التابع **بسياسة توزيع الأرباح (Dividend Policy)** ويقاس هذا المتغير بعدة طرق مختلفة منها:

الطريقة الأولى: قرار توزيع الأرباح **(Dividend Decisions)**، وذلك عن طريق اعتبار المتغير التابع متغير وهمي (Dummy Variable) إذ يأخذ القيمة "1" إذا قررت الشركة أن تدفع أرباح الأسهم، والقيمة "0" إذا قررت الشركة عدم دفع أرباح الأسهم.

وقد استخدم هذا المقياس في العديد من الدراسات منها (Malik et al.,2013; Abdelsalam et al.,2008; Moradi et al.,2012; Arshad et al.,2013)

الطريقة الثانية: نسبة توزيع الأرباح **(Dividend Payout Ratio)**، وتقاس هذه النسبة من خلال قسمة أرباح السهم الواحد على عائد السهم الواحد وتتمثل بالمعادلة التالية:

$$DP_{it} = \frac{Dividend\ Per\ Share}{Eraning\ Per\ Share}$$

وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Trang,2012; Al-Shubiri,2011; Rafique,2012)

الطريقة الثالثة: عائد توزيعات الأرباح **(Dividend yield)** ويقاس من خلال قسمة أرباح السهم الواحد على سعر السوقي للسهم الواحد والتي تتمثل بالمعادلة التالية:

$$DP_{it} = \frac{Dividend\ Per\ Share}{Market\ Price\ Per\ Share}$$

واستخدم من قبل كلاً من (Utami & Inanga,2011; Thanatawee,2011; Soliman,2013)

وفي هذه الدراسة سوف يتم قياس سياسة توزيع الأرباح **(Dividend Policy)** عن طريق احتساب اللوغاريتم الطبيعي لنسبة احتمال أن تقوم الشركة بدفع أرباح الأسهم إلى احتمال عدم قيام الشركة بدفع أرباح الأسهم، وهنا يتم اعتبار المتغير التابع متغير وهمي (Dummy Variable) إذ يأخذ القيمة "1" إذا قررت الشركة أن تدفع أرباح الأسهم، والقيمة "0" إذا قررت الشركة عدم دفع أرباح الأسهم.

❖ **المتغيرات المستقلة (Independent Variables):**

الربحية (Profitability): اعتبر الباحثون أن ربحية الشركة من بين الخصائص الرئيسية التي تؤثر وبشكل مباشر في سياسة توزيع الأرباح المعتمدة من قبل الشركات، إذ استنتج كلا من Pruitt & Gitman (1991) و Al–Kuwari (2009) بأن أرباح السنوات الماضية والحالية هي من أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، ونتيجة لذلك من المتوقع أن الشركات الربحية تدفع توزيعات أرباح مقارنة بالشركات الغير ربحية، وقام Wang et al (2002) بمقارنة سياسة توزيع الأرباح في كل من الشركات الصينية والبريطانية ووجد ان الشركات البريطانية تتبع سياسة واضحة في توزيع أرباحها مما يزيد من توزيع أرباحها السنوية وأن جميع الشركات تقوم على دفع التوزيعات النقدية بشكل سنوي بالمقابل وجد ان الشركات الصينية تتبع سياسة توزيع أرباح غير مستقرة وكانت تعتمد بشكل كبير على أرباح الشركة للعام نفسة وليس على أي عامل آخر ومع ذلك لازال هناك اختلاف في الرأي حول العلاقة التي تربط ربحية الشركة بسياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبلها، وفقاً لنظرية أولويات التمويل التي تشير الى أن الشركات تفضل الاعتماد على الأموال الداخلية أو الأرباح المحتجزة لتمويل استثماراتها المستقبلية ونتيجة لذلك تميل الشركات الأكثر ربحية الى احتجاز الأرباح بدلا من توزيعها على المساهمين فيها (Mehta,2012)، كما وأشار كلا من Amidu & Abor (2006) الى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية تربط سياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبل الشركة بربحيتها والتي تظهر أن الشركات تفضل الاستثمار في أصولها بدلاً من دفع التوزيعات النقدية على المساهمين، وأيدهم برأي كلا من Kania & Bacon (2005) إذ وجدوا أنه كلما ارتفع العائد على حقوق المساهمين زادت أرباح الشركة المحتجزة لإعادة استثمارها وقلت توزيعات الأرباح النقدية على المساهمين، وعلى العكس من ذلك، هناك العديد من الدراسات التي أثبتت أن الربحية ترتبط بشكل إيجابي بسياسة توزيع أرباح الشركات، حيث أن الشركات الربحية والتي يكون لديها صافي أرباح مستقرة يمكن أن تملك تدفقات نقدية حرة أكبر وبالتالي تميل الى دفع توزيعات أرباح اكثر، وتدعم هذه العلاقة من قبل نظرية الإشارة لسياسة توزيع الأرباح وبعبارة أخرى، تقوم الشركات ذات الربحية بدفع التوزيعات على مساهميها لتوصل إشارة جيدة عن أدائها المالي (Chang & Rhee,2001; Ho,2003).

كما وتوصل Jensen et al (1992) الى وجود العلاقة الإيجابية تربط سياسة توزيع الأرباح بربحيتها والتي تقاس بنسبة الإيرادات التشغيلية إلى إجمالي الأصول، يتوفر عدة طرق لقياس هذا المتغير وهي:

- العائد على حقوق المساهمين (ROE) وذلك من خلال قسمة صافي الدخل على حقوق المساهمين ويتمثل بالمعادلة التالية:

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Shareholder\ Equity}$$

وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Al–Taleb,2012; Arshad et al.,2013; Utami & Inanga,2011)

- العائد على الأصول (ROA) وذلك من خلال قسمة صافي الدخل على إجمالي الأصول وتتمثل بالمعادلة التالية:

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets}$$

وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Yiadom & Agyei,2011; Malik et al.,2013; Thanatawee,2011)

- عائد الشركة للسهم الواحد (EPS) ويتم حسابه بقسمة صافي العائد على عدد الأسهم ويتمثل بالمعادلة التالية:

$$EPS = \frac{Net\ Earning}{Number\ Of\ Equity\ Share}$$

وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Afza & Mirza,2010; Mehta,2012)

وفي هذه الدراسة سوف يتم قياس ربحية الشركة بالعائد على الأصول (ROA) وذلك من خلال قسمة صافي الدخل على إجمالي الأصول، وفي ضوء ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون لربحية الشركة تأثير إيجابي واضح على سياسة توزيع الأرباح غرار ما توصل إليه كل من (Chang & Rhee,2001; Eriostis & Vasiliou,2003; Fama & French,2001; Ho,2003). وذلك من خلال استخدام هذا المتغير كمتغير مستقل في نموذج الدراسة وقد تجلى ذلك بالفرضية الأولى والتي تنص على:

H1: وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

حجم الشركة (Firm Size): تأتي أهمية حجم الشركة من أنها تعتبر إحدى خصائص الشركة الهامة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، وكلما زاد حجم الشركة أصبحت أكثر تنوعاً وأقل تذبذباً في عوائدها السنوية مما يؤدي الى انخفاض المخاطر المالية المرتبطة بها، كما وأن الشركات كبيرة الحجم لديها إمكانية أفضل للوصول إلى أسواق رأس المال ومن السهل عليها جمع الأموال بتكاليف وقيود اقل لذا فهي اقل اعتماداً على الأموال المحتجزة لتمويل استثماراتها المستقبلية، وبالتالي تعتبر الشركات كبيرة الحجم من الشركات الاكثر عرضة لتوزيع الأرباح على المساهمين فيها (Holder et al.,1998).

بينما تعاني الشركات صغيرة الحجم من محدودية الاقتراض او التمويل من خلال اصدار أسهم جديدة، ويعود السبب في ذلك أن الشركات صغيرة الحجم غير معروفه بشكل جيد من قبل المستثمرين في الأسواق المالية، لذلك تعتمد مثل هذه الشركات على الأموال المحتجزة لديها لتمويل استثماراتها المستقبلة وعدم القدرة على توزيع الأرباح على المستثمرين فيها (الميدان، 2010).

وبذلك تكون الشركات الأكبر حجما أكثر قدرة على توزيع الأرباح مقارنة بالشركات الأصغر حجماً وهذا يؤكد على وجود علاقة إيجابية بين سياسة توزيع الأرباح وحجم الشركة وتدعم هذه العلاقة من خلال نظرية تكاليف المعاملات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح وقد وثقت العديد من الدراسات هذه النتيجة (Ahmed & Javid,2009; Al-Kuwari,2009; Al-Twaijry,2007; Eriotis,2005).

قام Lloyd et al.,1985 بتعديل نموذج Rozeff's من خلال إضافة حجم الشركة (Firm Size) كمتغير إضافي ووجدوا أنه متغير هام في تفسير سياسة توزيع الأرباح، كما ووجدوا أن الشركات كبيرة الحجم أكثر عرضة لزيادة توزيعات الأرباح الخاصة بهم وذلك من أجل تخفيض تكاليف الوكالة، وبذلك تأتي نتائجهم داعمة للنتائج التي توصل إليها Jensen & Meckling's,1976 والتي تقول ان تكاليف الوكالة ترتبط بحجم الشركة ومن وجهة نظرهم أن للشركات كبيرة الحجم ذات انتشار الملكية على نطاق واسع سيطرة أكبر على المساومة، والتي بدورها تزيد من تكاليف الوكالة.

كما وجاء Gul & Kealey (1999) مؤكدان لما سبق وذلك بالإشارة الى أن توزيعات الأرباح من الممكن أن تساعد على مراقبة أداء الإدارة في الشركات الكبيرة بشكل غير مباشر، حيث أن الشركات الكبيرة لديها عدم تماثل المعلومات نظراً لتشتت ملكيتها مما يؤدي إلى خفض قدرة المساهمين فيها على مراقبة الأنشطة الداخلية والخارجية للشركة نتيجة لسيطرة الغير فعالة من قبل الإدارة ، حيث يمكن لتوزيعات الأرباح في الشركات الكبيرة أن تكون حلاً لمثل هذه المشكلة نظراً لان توزيعات الأرباح تؤدي الى زيادة الحاجة للتمويل الخارجي والذي بدورة يزيد من القدرة على مراقبة الشركات الكبيرة وذلك

بسبب زيادة الدائنيها. ويقاس حجم الشركة بطرق مختلفة، ومن أكثر هذه الطرق انتشاراً هي عن طريق احتساب اللوغاريتم الطبيعي لأصول الشركة $\ln(Total\ Assets)$، أو عن طريق احتساب اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية للشركة $ln(Mkt\ Capitalization)$، وأخيراً عن طريق احتساب اللوغاريتم الطبيعي لمبيعات الشركة $\ln(Total\ sales)$، وفي هذه الدراسة سوف يتم قياس هذا المتغير من خلال احتساب اللوغاريتم الطبيعي لأصول الشركة والذي يتمثل بالمعادلة التالية:

$$SIZE = \ln(Total\ Assets)$$

وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Mehrani et al.,2011; Thanh & Ha,2013; Kangarlouei et al.,2012)

وفي ضوء ما تقدم تتوقع الدراسة وجود تأثير إيجابي واضح لحجم الشركة على سياسة توزيع الأرباح غرار ما توصل إلية كل من (Ho, 2003; Holder et al.,1998; Al-Twaijry,2007; Aivazian,2003)، وذلك من خلال استخدام هذا المتغير كمتغير مستقل في نموذج الدراسة وقد تجلى ذلك بالفرضية الثانية والتي تنص على:

H2: وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وسياسة توزيع وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

الرافعة المالية (Financial Leverage): تقس الرافعة المالية مستوى الأموال الخارجية التي تعتمد عليها الشركة لتمويل استثماراتها المستقبلية أو التوسع في استثماراتها الحالية وتلعب دوراً رئيسياً في شرح سياسة توزيع الأرباح فيها، ولا يزال التشويش يخيم على علاقة الرافعة المالية بسياسة توزيع الأرباح، إذ أن هناك العديد من النتائج والتفسيرات المتضاربة التي أظهرتها الدراسات السابقة حول العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بالرافعة المالية.

غالبا ما تكون الشركات ذات المديونية المرتفعة متحفظة في سياستها لتوزيع الأرباح، ويعود ذلك الى القيود التي تفرضها اتفاقيات القروض التي تأخذها الشركة على حرية الإدارة في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وقد تلزم اتفاقيات القروض الشركة بخفض التوزيعات أو عدم دفع التوزيعات على الاطلاق بعد أخذ القرض (المداني،2010).

كما وأن التمويل بالدين ينطوي على خطر الإفلاس إذ ان الشركات التي تعتمد على الديون تلزم نفسها مصاريف مالية ثابتة متجسدة بفوائد الديون ومبلغ الدين الأصلي، وقد يؤدي فشل هذه الشركات بسداد التزاماتها إلى تصفيتها، وهذا ما يقود بدورة الى خفض مستويات توزيع الأرباح لأن الشركات بحاجة إلى الاحتفاظ بالجزء الأكبر من أربحها بهدف سداد التزاماتها المالية بدلاً من توزيع المبالغ النقدية على المساهمين (Al–Malkawi,2008).

قام كلاً من (Crutchley & Hansen,1989; Jensen et al.,1992) بدراسة العلاقة التي تربط الرافعة المالية بسياسة توزيع الأرباح ووجدوا أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية تربط سياسة توزيع الأرباح بالرافعة المالية، حيث أن الشركات ذات نسب المديونية المرتفعة تتطلع إلى المحافظة على تدفقاتها النقدية الداخلية من أجل أداء واجباتها بدلاً من توزيع النقدية المتاحة على المساهمين، كما وقام (Mollah et al.,2001) بدراسة الأسواق الناشئة وتوصل الى نتيجة مؤيدة للنتيجة السابقة حيث أكد أن هناك علاقة مباشرة بين الرافعة المالية ومستوى عبء الديون التي تزيد من تكاليف المعاملات، وبالتالي فأن الشركات ذات النسب المديونية المرتفعة تواجهه ارتفاعا في تكاليف المعاملات مما يدعها الى خفض نسبة توزيعات الأرباح لتجنب تكلفة التمويل الخارجي، حيث تتوافق النتيجة التي توصلوا اليها مع ما توصل إليه (Rozeff,1982) الذي يشير الى أن الشركات التي تزيد فيها نسبة الرفع المالي تميل إلى خفض نسبة توزيع الأرباح النقدية من أجل خفض تكاليف المعاملات المرتبطة بعملية التمويل الخارجي.

كما وجاء (Aivazian et al.,2003) مؤكدين العلاقة السلبية التي تربط سياسة توزيع الأرباح بالرافعة المالية حيث أشاروا الى أن الشركات ذات الأصول المادية المرتفعة ونسبة ديون منخفضة تملك فترة سماح مالية أكبر وتكون أكثر قدرة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين فيها، كما وتتمكن من الحفاظ على تلك النسبة من التوزيعات، حيث وافقهم بالرأي (;Al–Kuwari,2009 Al–Malkawi,2007; Kowalewski et al.,2008) إذ أشاروا الى أن الشركات المثقلة بالديون تفضل خفض نسبة التوزيعات النقدية فيها أو عدم توزيع الأرباح على الاطلاق.

وقد بين (Jensen,1976) أن التمويل بالدين يمكن أن يكون أداة فعالة لخفض تكاليف الوكالة من التدفق النقدي الحر، حيث أن زيادة مستوى الدين في الهيكل المالي للشركة يخفض من حجم السيولة المتاحة للإدارة وبالتالي تنخفض قدرة المديرين على الاستثمار في المشاريع الاستثمارية الغير مجدية مما يخفض بدورة من تكاليف الوكالة لدى الشركة، وهذا يوحي بأن الشركات ذات نسب المديونية المرتفعة من المتوقع أن تقوم بخفض نسبة توزيعات أرباحها النقدية، وقد جاء (Belden et al.,2005) مؤكداً أن الديون لاتزال تستخدم في الشركات التي تطبق سياسة توزيع الأرباح للسيطرة على مشاكل الوكالة عندما قاموا بدراسة (524) شركة أمريكية مدرجة في (Forbes 500) للفترة ما بين 1998–2000.

وعلى العكس من ذلك برهن (Chang & Rhee,1990) على وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية تربط سياسة توزيع الأرباح بالرافعة المالية وقد أيدت هذه العلاقة من قبل نظرية الإشارة، حيث أن الشركات التي تكون فيها نسبة توزيع الأرباح مرتفعة تميل الى التمويل عن طريق الدين، في حين ان الشركات التي تملك نسب منخفضة من توزيعات الأرباح تميل الى التمويل عن طريق أموال الملكية وهناك عدة بدائل شائعة الاستخدام في العلوم المالية للتعبير عن الرافعة المالية للشركة ومنها: قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول في الشركة وتتمثل بالمعادلة التالية:

$$LEV = \frac{Total\ Debt}{Total\ Assets}$$

وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Salameh et al.,2012; Trang,2012; Mansourinia et al.,2013)

كما ويمكن قياس الرافعة المالية للشركة من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي حقوق المساهمين وتتمثل بالمعادلة التالية:

$$LEV = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$$

وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Mehta,2012; Utami & Inanga,2011; Al-Gharaibeh et al.,2013)

وفي هذه الدراسة سوف يتم قياس الرفع المالي للشركة من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول في الشركة، وتتوقع الدراسة وجود أثر سلبي للرافعة المالية على سياسة توزيع الأرباح على غرار ما توصل إلية كل من (Jensen et al.,1992; Aivazian et al.,2003; Rozeff,1982; Al-Malkawi,2007;) وذلك من خلال استخدام هذا المتغير كمتغير مستقل في نموذج الدراسة وتجلى ذلك بالفرضية الثالثة والتي تنص على:

H3: أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وسياسة توزيع وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

السيولة (Liquidity): السيولة هو المدى الذي يمكن الشركة من سداد التزاماتها قصيرة الأجل على أساس أصولها السائلة (Atrill & Mclaney,2002) وتعتبر السيولة من العوامل المهم المؤثر على سياسة توزيع الأرباح النقدية في الشركات وقد اختلف الباحثون حول طبيعة العلاقة التي تربط سياسة توزيع أرباح الشركات بسيولتها حيث أن توفر السيولة تدفع الشركات على توزيع نسب أعلى من توزيع الأرباح وقد دعمت نظرية الإشارة هذه العلاقة فقد توصل (2003) Ho إلى أن الشركات اليابانية الأكثر سيولة تميل إلى دفع توزيعات أرباح أعلى مقارنة بالشركات الأقل سيولة، وقد جاءت النتيجة التي توصل إليها ((Kanwal & Kapoor,2008; Ahmed & Javid,2009 مؤكدة للعلاقة الإيجابية التي تربط سياسة توزيع الأرباح بسيولة الشركة حيث أشاروا إلى أن الشركات التي تملك سيولة عالية لديها القدرة على دفع توزيعات أرباح مقارنة بالشركات ذات السيولة لمنخفضة، وعلى العكس من ذلك جاء (2006) Khan يثبت أن هناك علاقة عكسية تربط سياسة توزيع الأرباح بالسيولة حيث أن الشركات التي لديها جزء كبير من النقد الخامل قد تدفع الشركة إلى استخدام الدين لتقليل من حجم المبالغ المتاحة لدى الإدارة حيث تقلل بذلك من قدرة الإدارة على استخدام هذه الأموال الراكدة في مصالحهم الشخصية مما يقلل من تكاليف الوكالة، كما وجاء (2002) Mehar على تأكيد هذه العلاقة السلبية من خلال دراسة بورصة كراتشي في الباكستان حيث أن الشركات التي يكون فيها رأس المال العامل إيجابي سيؤدي إلى انخفاض الأرباح الموزعة من قبل الشركة على المساهمين فيها، بينما جاء Al-Najjar & Hussainey يثبت أن وضع السيولة في الشركة جيد أم سيء لا يؤثر على

نسبة توزيع الأرباح المعتمدة من قبل الإدارة، وسيتم قياس سيولة الشركة من خلال النسبة الحالية، وذلك بقسمة الموجودات المتداولة على المطلوبات المتداولة للشركة حيث تتمثل بالمعادلة التالية:

$$Current\ Ratio = \frac{Current\ Assets}{Current\ Liabilities}$$

وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Al−haddad et al.,2011; Mehta,2012)، كما وتتوقع الدراسة وجود أثر ايجابي للسيولة على سياسة توزيع الأرباح على غرار ما توصل إليه كل من (Ho,2003; Kanwal & Kapoor,2008; Ahmed & Javid,2009) وذلك من خلال استخدام هذا المتغير كمتغير مستقل في نموذج الدراسة وتجلى ذلك بالفرضية الرابعة والتي تنص على:

H4: وجود علاقة إيجابية ذات دلالة احصائية بين سيولة الشركة وسياسة توزيع وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

هيكل الأصول (Assets Structure): تفترض الدراسات السابقة أن هناك علاقة تربط هيكل أصول الشركة بسياسة توزيع الأرباح، إلا أن هذه العلاقة ما زالت غير واضحة المعالم إذ أن هناك من يقول أن هناك علاقة إيجابية تربط سياسة توزيع الأرباح بهيكل أصول الشركة على غرار ما توصل إلية Myers & Majluf (1984) حيث توصل إلى أن الشركات التي تملك أصول ملموسة أكثر من المرجح أن تتجه للاقتراض أكثر حيث أنها تملك الضمانات التي ستقلل من علاوة مخاطر الإفلاس وهو ما يقلل من تكاليف التمويل بالدين حيث يزيد ذلك من قدرة الشركة على التمويل بالدين بدلاً من استخدام المصادر الداخلية (الأرباح المحتجزة) مما يؤدي بالتالي إلى ارتفاع النسبة الموزعة من الأرباح من قبل الشركات ذات الأصول الملموسة أكثر، وعلى العكس من ذلك جاء Aivazian et al., (2003) إذ أشاروا إلى أن العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح وهيكل الأصول المتمثلة بنسبة الأصول الثابتة هي علاقة سلبية ويعود ذلك إلى أن الشركات التي تكون لديها نسبة الأصول الثابتة مرتفعة نسبياً ينخفض لديها حجم الأصول قصيرة الأجل التي يمكن استخدامها كضمان لتمويل الديون قصيرة الأجل وبالتالي تنخفض قدرتها على تمويل الديون، مما يدفع الشركة إلى الاعتماد بشكل أكبر على أرباحها المحتجزة لتمويل ديونها، مما يعني أن تقل فرصة دفع توزيعات الأرباح على المساهمين، وسيتم قياس هيكل الأصول بنسبة الأصول الثابتة، وذلك بقسمة الأصول الثابتة على إجمالي أصول الشركة وتتمثل بالمعادلة التالية:

$$Fixed\ Assets\ Ratio = \frac{Fixed\ Assets}{Total\ Assets}$$

وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Al-Shubiri,2011; Moradi et al.,2012; Salameh et al.,2012)

كما وتتوقع الدراسة كغيرها من الدراسات السابقة وجود أثر سلبي واضح لهيكل الأصول على سياسة توزيع الأرباح تماشياً مع دراسة كل من (Moradi et al., 2012; Aivazian et al.,2003; Al-Najjar & Hussainey,2009; Ho,2003)، وذلك باستخدام هذا المتغير كمتغير مستقل في نموذج الدارسة وقد تجلى ذلك بالفرضية الخامسة والتي تنص على:

H5: وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين هيكل أصول الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

فرص النمو (Growth Opportunities): مع توافر الفرص الاستثمارية تكون الشركات بحاجة أكبر للأموال من أجل عمليات التوسع والنمو، وعلى الأرجح فإن الشركات تفضل الاحتفاظ بالأرباح من أجل عمليات تمويل المشروعات الاستثمارية المجدية من الناحية الاقتصادية على توزيعها على المساهمين، حيث تنص نظرية أولويات التمويل أن الشركات يجب أن تمول المشاريع الجديدة مصادر أقل حساسية للمعلومات أي من الأرباح المحتجزة، وبالتالي فإن الشركات مع فرص نمو عالية من المرجح أن تحتفظ بجزء كبير من أرباحها لتمويل مشاريعها (Chen & Dhiensiri,2009).

وكشفت الدراسات السابقة عدة تفسيرات للعلاقة بين فرص النمو وسياسة توزيع الأرباح ومنها وجود علاقة سلبية تربط سياسة توزيع الأرباح بفرص النمو على غرار ما توصل إلية Al-Malkawi (2007) والذي أشار إلي أن الشركات تميل إلى استخدام مصادر التمويل الداخلية لتمويل المشاريع الاستثمارية في حال كانت تملك فرص نمو كبيرة ومشاريع استثمارية مجدية اقتصادياً، حيث تقوم الشركات بخفض توزيعات الأرباح للحد من الاعتماد على التمويل الخارجي المكلف، ومن ناحية أخرى فإن الشركات مع بطء النمو وانخفاض الفرص الاستثمارية تقوم على دفع توزيعات أرباح أعلى لمنع المديرين من الافراط في استثمارات الشركة الغير مجدية اقتصادياً وعلى هذا النحو تلعب التوزيعات دوراً حافزاً عن طريق إزالة الموارد من الشركة وخفض تكاليف الوكالة من التدفقات النقدية الحرة، وأيده

برأي (1984) Myers & Majluf بالنتيجة التي توصلا اليها حيث تنص على ان الشركات التي تملك فرص نمو عالية ستميل إلى دفع نسب توزيعات أرباح منخفضة نسبياً، بالمقابل توصل Naceur et al., (2006) إلى عدم وجود صلة بين فرص النمو وتوزيعات الأرباح حيث أشارا إلى أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتي تقص الفرص الاستثمارية لا تؤثر على دفع توزيعات الأرباح بنسبة للشركات التونسية، حيث وأيده بالرأي (2008) Kowalewski et al., بتوصله إلى نتيجة مفادها وجود علاقة غير مهم إحصائياً بين هذين المتغيرين من خلال دراسته للشركات البولندية. وسيتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة القيمة السوقية للسهم الواحد على القيمة الدفترية للسهم الواحد وتتمثل بالمعادلة التالية:

$$\textbf{Growth ratio} = \frac{\textbf{Market Value Per Share}}{\textbf{Book Value Per Share}}$$

وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Salameh et al.,2012; Moradi et al.,2012; Al–Shubiri,2011) وبيناءً على ما سبق تتوقع الدراسة وجود تأثير سلبي واضح لفرص النمو المتاحة للشركة على سياسة توزيع الأرباح فيها تماشياً مع دراسة كل من (Chang & Rhee,2001; Myers & Majluf,1984; Gul & Kealey,1999; Jensen et al.,1992) وذلك من خلال استخدام هذا المتغير كمتغير مستقل في نموذج الدراسة وقد أوضحت هذه الدراسة ذلك من خلال الفرضية السادسة والتي تنص على:

H6: وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين فرص نمو الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

مخاطر الاعمال (Business Risk): تعرف مخاطر الأعمال على أنها احتمال انخفاض في العائد الاستثمار نظراً لظروف استثنائية، وتعد مخاطر الأعمال إحدى العوامل المحددة للسياسة توزيع أرباح الشركات بالدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء، حيث أن الشركات ذات الدفقات النقدية المستقرة تملك القدرة على التنبؤ بأرباحها المستقبلية بشكل أكثر دقة وبالتالي يمكن لمثل هذه الشركات أن تلتزم بدفع نسب توزيعات مرتفعة نسبياً وهذا يتقف مع النظرية المالية التي تنص على أن الشركات التي تعمل في درجة عالية من المخاطرة تحرص على احتجاز جزء من أرباحها لتجنب خطر

انخفاض السيولة وبالتي خطر الإفلاس، حيث يؤكد Higgins,1972 أن الشركات التي تكون لديها نسبة خطورة الأعمال مرتفعة تواجه تقلبات في التدفقات النقدية مما يؤدي إلى زيادة متطلبات التمويل الخارجي مما يقودهما إلى الحد من توزيع الأرباح لتجنب هذه التكاليف، ووافقوه بالرأي Moh'd et al.,1995 إذ اكدوا وجود علاقة سلبية تربط نسبة توزيع الأرباح بمخاطر أعمال الشركات وأشاروا إلى أن الشركات التي لديها أرباح غير مستقرة أكثر تميل إلى تخفيض نسبة توزيع أرباحها في محاولة للحفاظ على توزيع أرباح نقدية مستقرة وتجنب التكلفة العالية للتمويل الخارجي. بالإضافة إلى أن الشركات التي تواجه تقلبات مرتفعة في تدفقاتها النقدية تحاول الاحتفاظ برصيد الطوارئ لمواجهة هذه التقلبات، وهو ما يقلل من فرص توزيعات الأرباح للحفاظ على النقد الجاهز لغايات مواجهة مثل تلك التقلبات (Gitman,2006).

هناك عدة طرق شائعة لقياس هذا المتغير ومن هذه الطرق نسبة P/E وذلك بقسمة سعر السوق للسهم واحد على العائد للسهم الواحد وتتمثل بالمعادلة التالية:

$$P/E = \frac{Market\ Price\ Per\ Share}{Earning\ Per\ Share}$$

وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Mehta,2012)، كما ويمكن قياسه من خلال الانحراف المعياري لنسبة العائد على الأصول وتتمثل بالمعادلة التالية:

$$\text{Business}_{Risk} = \sigma ROA$$

وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Al-Taleb,2012; Al-Haddad et al.,2011; Utami & Inanga,2011)

وفي هذه الدراسة سوف يتم قياس مخاطر أعمال الشركة عن طريق احتساب الانحراف المعياري لنسبة العائد على الأصول، وفي ضوء ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون لخطورة أعمال الشركة تأثير سلبي واضح على سياسة توزيع الأرباح على غرار كل من (Amidu & Abor,2006; Jensen et al., 1992; Moh'd et al.,1995; Higgins,1972)، وذلك من خلال استخدام هذا المتغير كمتغير مستقل في نموذج الدراسة الدراسة وقد تجلى ذلك بالفرضية السابعة والتي تنص على:

H7: وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين خطورة أعمال الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

عمر الشركة (Firm Age): يلعب عمر الشركة دوراً مهماً في تحديد سياسة توزيع الأرباح في الشركات ولكن اختلفت الآراء حول طبيعة العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بعمر الشركة فمن الباحثين من أشار إلى وجود علاقة إيجابية تربط سياسة توزيع الأرباح بعمر الشركة على غرار ما توصل إلية Badu (2013) معللناً ذلك بأن الشركات الناضجة تقل لديها فرص النمو والذي من شأنه أن يزيد من توفر السيولة والتدفقات النقدية الحرية المرتفعة نسبياً مما يدفعها إلى زيادة نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين فيها لتقليل من مشكلة الوكالة، كما وجاء Ramcharran (2001) ليشير إلى أن هناك علاقة سلبية تربط سياسة توزيع الأرباح بعمر الشركة موضحاً ذلك بما توصل إلية من نتيجة تقول أن الشركات الأقدم في السوق استطاعت أن تشكل لنفسها سمعة جيدة من الممكن استخدامها في الحصول على الأموال بتكلفة منخفضة لتمويل مشاريعها المستقبلية وبالتالي زيادة الفرص الاستثمارية تقلل من نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين فيها، بينما جاء Al-Malkawi (2007) مشيراً إلى عدم وجود علاقة تربط سياسة توزيع الأرباح بعمر الشركة.

وسيتم متغير عمر الشركة عن طريق احتساب اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات منذ تأسيس الشركة حتى تاريخ الملاحظة ويتمثل بالمعادلة التالية:

$$AGE = \ln(Age)$$

حيث استخدم هذا المقياس في دراسة (Mousa & Desoky,2012; Thanh & Ha,2013; Bouresli & Abdulsalam,2005)

وتتوقع الدراسة أن يكون عمر الشركة تأثير إيجابي على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الاردنية على غرار ما توصل إليه كل من (Bouresli & Abdulsalam,2005; Thanh & Ha,2013; Mousa & Desoky,2012)، وذلك من خلال استخدام هذا المتغير كمتغير مستقل في نموذج الدراسة وقد مثلت الدراسة ذلك بالفرضية الثامنة والتي تنص على:

H8: وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

حجم مجلس الإدارة (Board of Directors Size): مجلس الإدارة هو السلطة الأعلى في الشركة الذي ترجع إلية جميع الصلاحيات اللازمة لاتخاذ القرارات والإجراءات اللازمة لتحقيق مصلحة المساهمين الذين منحوا مجلس الإدارة التفويض اللازم، يجب أن يتمتع أعضاء مجلس الإدارة بقدر كافي من المعرفة والدراية بالأمور الإدارية وبالتشريعات المتعلقة بحقوق وواجبات المجلس، كما يجب عليهم بذل العناية المهنية اللازمة في قيامهم بمهامهم بكل نزاهة وشفافية بما يحقق أهدافها وغاياتها (هيئة الأوراق المالية، 2007).

إن سياسة توزيع الأرباح هي آلية فاعلة للحد كم تكاليف الوكالة في حال غياب أليات الرقابة الأخرى، حيث أن المساهمين في الشركة بحاجة إلى أدوات للرقابة الإدارة تخفيف من حدة مشكلة الوكالة، فقد يكون مجلس الإدارة بمثابة جهاز رقابة على مديري الشركات وذلك من خلال دفع الإدارة لتوزيع نسبة مرتفعة من أرباحها بدلا من احتجازها واستخدامها لمصالحهم الشخصية (Rozeff,1982).

وقد جاء Abdelsalam et al., (2008) مؤيداً ذلك إذ يقول أن حجم مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح تعتبر بدائل للحد من مشكلة الوكالة وذلك من خلال تأثير مجلس الإدارة على توزيع نسبة أكبر من أرباح الشركة، وبالمقابل جاء Klein (2002) يقر العلاقة السلبية التي تربط سياسة توزيع الأرباح بحجم مجلس الادارة حيث أشار إلى أن مجلس الإدارة الأكبر حجماً يسمح للإدارة بالتخصص، وتخصص أكبر يمكن أن يؤدي الى رقابة أكثر فاعلية مما يقلل م دور توزيع الأرباح كآلية للرقابة للحد من مشكلة الوكالة. وسيتم قياس حجم مجلس الإدارة من خلال إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Mousa & Desoky,2012; Soliman,2013; Arshad et al.,2013) وفي ضوء ما تقدم تتوقع الدراسة وجود تأثير إيجابي لحجم مجلس إدارة الشركة على سياسة توزيع الأرباح وذلك تماشياً مع ما توصل إليه كل من (Litai et al.,2011; Mansourinia et al.,2013; Chen et al.,2011; Gill &

(Obradovich.2012، وذلك من خلال استخدام هذا المتغير كمتغير مستقل في نموذج الدراسة وقد تمثل ذلك بالفرضية التاسعة والتي تنص على:

H9: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس إدارة الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

1. **تركّز الملكية (Ownership Concentration)**: بشأن العلاقة بين تركز الملكية وسياسة توزيع الأرباح هناك نوعان من الفرضيات، وتستند الفرضية الأولى إلى أن تركز الملكية من الممكن أن يخلق حوافز كبيرة للمساهمين لمراقبة إدارة الشركة كوسيلة لمعالجة التضارب بالمصالح بين الإدارة والملكية، حيث أنهم ككبار المساهمين في الشركة لديهم ما يكفي من القوة لضبط سلوك الإدارة أو قدرتهم على الوصول للمعلومة أكثر من العملاء الفرديين كما انهم يمكون القوة لإجبار الشركات على توزيع فائض التدفقات النقدية من أجل من حد من مشكلة تكاليف الوكالة (Harada & Nguyen,2006). وتأتي الفرضية الثانية إلى افتراض وجود علاقة سلبية بين تركز الملكية وسياسة توزيع الأرباح حيث لا توجد ضرورة لتوزيع المزيد من الأرباح في الشركات ذات النسب المرتفعة من تركز الملكية لتحسين النظام المالي أو تحقيق التوازن بين مديري والمساهمين في الشركة لأنه عندما لا يوجد أي تعارض بينهم من خلال تكاليف الوكالة فإن المساهمين لديهم الضمانات الكافية لكي تستخدم الشركة التدفقات النقدية بشكل صحيح، وبالتالي تقل نسبة الأرباح الموزعة من قبل الشركة وتتمثل بنسبة ملكية كبار المساهمين في الشركة والذين يملكون 5% أو أكثر من أسهم الشركة، وقد استخدم هذا المقياس في دراسة (Nahandi et al.,2012; Trang,2012) وفي ضوء ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون لتركّز ملكية الشركة تأثير سلبي على سياسة توزيع الأرباح تماشياً مع ما توصل إليه كل من (Khan,2006; Harada & Nguyen,2006; Jensen et al.,1992; Maury & Pajuste,2002)، وذلك من خلال استخدام هذا المتغير كمتغير مستقل في نموذج الدراسة وقد تجلى ذلك في الفرضية العاشرة والتي تنص على:

H10: وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تركّز ملكية الشركة وسياسة توزيع أرباح الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

(4-5) مصادر جمع البيانات

بناءً على طبيعة مشكلة الدراسة وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة في هذه الدراسة، وقصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة والتمكن منه، سنحاول استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية والعلمية، فإن المنهج المستخدم سيكون وصفي تحليلي في تقديم أهم مفاهيم سياسة توزيع الارباح والنظريات المفسرة لها وكذلك التعرف على أهم خصائص الشركة المؤثرة على قرار توزيع الارباح في الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

حيث سيتم أيضا جمع البيانات ذات العلاقة من الكتب والدوريات والمنشورات والمواقع الالكترونية الخاصة بهدف الدراسة، وأية مراجع أخرى ترى الباحثة أنها قد تسهم في تحقيق هدف الدراسة بشكل علمي وكذلك أخذ تصور عام عن أخر المستجدات التي حدثت وتحدث في مجال الدراسة، بالإضافة إلى التقارير السنوية الخاصة بالشركات عينة الدراسة من الموقع الإلكتروني لبورصة عمان للأوراق المالية (www.ase.com.jo) للحصول على البيانات والنسب المالية اللازمة للدراسة من خلال دليل الشركات الصادر عن بورصة عمان للأوراق المالية .

(4-6) أسلوب تحليل البيانات

لقد تمثل المتغير التابع بسياسة توزيع الأرباح، أما المتغير المستقل فيتمثل بخصائص الشركة والتي تشمل على (ربحية الشركة، حجم الشركة، الرافعة المالية للشركة، سيولة الشركة، هيكل أصول الشركة، فرص نمو الشركة، خطورة أعمال الشركة، عمر الشركة، تركز ملكية الشركة، الملكية الإدارية للشركة، تكوين مجلس إدارة الشركة)، سوف تستخدم هذه الدراسة برنامج E-Views لأغراض تحليل البيانات واختبار الفرضيات، حيث سيتم استخدام التحليلات الإحصائية التالية:

✓ **تحليل المكونات الرئيسة (PCA) Principle Component Analysis.**

يعتبر تحليل المكونات الرئيسة إحدى طرق تحليل المتغيرات المتعددة والتي تهدف بشكل رئيسي إلى الكشف عن بنية خفية في مجموعة البيانات حيث تسعى إلى تحويل المتغيرات الأصلية إلى متغيرات جديدة غير مرتبطة تترتب حسب أهميتها من خلال مساهمتها في مقدار التباين الكلي في المتغير التابع، فهي تهدف كذلك إلى استنتاج مجموعة من المتغيرات الجديدة تكون أقل عدداً من المتغيرات الأصلية حيث تستخدم هذه المتغيرات الجديدة في دراسة وتحليل هيكل العلاقة بين المتغيرات الأصلية في الدراسة مع العلم أن فكرة المكونات الرئيسة هي الحصول على مجموعة من المتغيرات الجديدة المستقلة عن بعضها البعض، من المتغيرات الأصلية التي لا يوجد ارتباط بينها، يمكن هذا النوع من التحليل الباحث من التقليل من عدد المتغيرات الواصفة للمعطيات دون فقدان المعلومة الأصلية (التباين) الناتج عن اختزال الأبعاد الأصلية(Abdi & Williams,2010).

يعد تحليل المكونات الرئيسة (PCA) أحد التقنيات المستخدمة لاختصار البيانات وتلخيصها وذلك عن طريق تقليل أبعاد البيانات، تقليل التكرار في البيانات، تصفية البيانات من بعض الشوائب، ضغط البيانات، حيث يعمل على تحويل عدد كبير من المتغيرات المترابطة ضمنا ولو بشكل جزئي إلى مجموعة أصغر بكثير من المتحولات المستقلة التخيلية، عادة ما تدعى بالمكونات الرئيسة وتحسب أساسا من المتغيرات الأصلية بنسب ومقادير تنقص أو تزيد بحسب دور وتأثير كل منها، لتصف في نهاية المطاف أكبر قدر ممكن من المعلومات الموجودة في المجموعة الأصلية من البيانات التي توفرت لدينا (Dray,2008).

تقوم الفكرة الأساسية لتحليل المكونات الرئيسة Principle Component Analysis على تلخيص أكبر قدر ممكن من التباينات في مجموع الصفات المقاسة والتي تسهم في التمايز ما بين العناصر المدروسة، وذلك من خلال ابتداع عدد من الصفات التخيلية التي تحسب من مجموع الصفات الحقيقية ولكن بأوزان متفاوتة تعكس دور كل منها وأهميته في التفريق ما بين تلك العناصر، ويقوم تحليل المكونات الرئيسة Principle Component Analysis على حصر أكبر قدر ممكن من التباينات ضمن توليفة الصفة التخيلية الأولى والتي عادة ما يطلق عليها تسمية المكون الرئيسي الأول (PC1) كما يتم حساب نسبة مئوية لهذه الصفة التخيلية تشير إلى الحصّة الكلية من التباينات التي تم التقاطها والتعبير عنها في هذه الصفة التخيلية بالذات، تتابع خوارزمية تحليل المكونات الرئيسة Principle Component Analysis إنجاز عملها بأسلوب يشبه القضم، فبعد أن قامت من خلال

خلق المكون الرئيسي الأول (PC1) التعبير عن أكبر قدر ممكن من التباينات الموجودة ما بين العناصر المدروسة وعلى سبيل المثال أنها استطاعت التعبير عن 70% من خلال المكون الرئيسي الأول، عندها يأتي دور خلق المكون الرئيسي الثاني (PC2) والذي بدوره سيقوم بمحاولة التعبير عن أكبر قدر ممكن من التباينات المتبقية والتي لم يستطع (PC1) التعبير عنها ولم تظهر ارتباطات قوية مع المكون الرئيسي الأول (PC1)، لذا فإن النسبة التي تمثل ما سيستطيع (PC2) التعبير عنه من التباينات هي دوما أقل مما تم التعبير عنه في (PC1)، كما أن المكون الرئيسي الثاني (PC2) سوف يكون غير مرتبط مع المكون الرئيسي الأول (PC1) وبمعنى آخر أنه إذا تم حساب الارتباط بين المكون الرئيسي الأول (PC1) والمكون الرئيسي الثاني (PC2) ستكون نتيجة الارتباط تساوي صفر، وهكذا بالنسبة لكل من (PC3) و (PC4) وصولا إلى (PC n) حيث n هي العدد الكلي للصفات المدروسة وحينها تصل النسبة التراكمية (الإجمالية) إلى 100%، وبكلمات أخرى فإن ما يتم هنا بهذه الحالة ما هو إلا شكل من أشكال تلخيص كمية المعلومات المقدمة على شكل عدد كبير من الصفات بصورة عدد مقتضب من المكونات الرئيسة (عادة ما يهم منها أول إثنين أو ثلاثة من المكونات الرئيسة)، والتي ما هي إلا عبارة عن صفات تخيلية محسوبة كما تم التوضيح سابقاً بدلالة الصفات الحقيقية لكن بأوزان متفاوتة وضعت وحددت لكي تعبر عن أكبر قدر ممكن من التباينات التي تظهر ما بين عناصر المجموعة المدروسة (Wold,1978).

من هذا المنطق نرى أن الصفات التي لا تساهم في التفريق ما بين العناصر المختلفة في مجموعة البيانات التي ندرسها تكون لها أوزان صغيرة تقترب من الصفر، على نقيض الصفات التي تلعب دوراً حاسماً في التفريق ما بين العناصر المدروسة حيث يكون لتلك الصفات أوزان ذات مقادير كبيرة تقترب في قيمتها المطلقة من الواحد الصحيح، حيث لا أهمية هنا للإشارة سواء كانت موجبة أم سالبة طالما أن ما نبحث عنه هو وجود التأثير بحد ذاته.

- ✓ تحليل الانحدار اللوغاريتمي: لاختبار فرضيات الدراسة من خلال النموذج الذي تم بناؤه.
- ✓ الاختبارات الوصفية: مثل الوسط الحسابي والانحراف المعياري والتكرارات بالإضافة الى أدنى وأقصى قيمة.
- ✓ معامل الارتباط: لتحديد قوة العلاقة فيما بين متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة.

(4-7) الخلاصة

لقد استعرض هذا الفصل من الدراسة المنهجية المتبعة لتحليل أثر خصائص الشركة على سياسة توزيع الأرباح، كما تم توضيح مجتمع الدراسة وعينتها ومتغيرات الدراسة ونموذج الدراسة وكما تم الإشارة إلى المصادر التي تم من خلالها جمع البيانات اللازمة لأغراض الدراسة بإضافة إلى أسلوب تحليلها، وعليه سوف يقوم الفصل التالي بتحليل ومناقشة النتائج التي توصلت إليها الدراسة.

الفصل الخامس

تحليل البيانات ومناقشة النتائج

(5-1) المقدمة

(5-2) التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

(5-3) نتائج تحليل المكونات الرئيسة

Principle Component Analysis

(5-4) نتائج تحليل نموذج الدراسة

(5-5) الخلاصة

الفصل الخامس

تحليل البيانات ومناقشة النتائج

(5-1) المقدمة

سوف يقوم هذا الفصل من الدراسة بعرض نتائج التحليل الوصفي لها، ونتائج تحليل المكونات الرئيسة (PCA) Principle Component Analysis بدافع التعرف على العوامل الرئيسة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على الفترة (2003-2012)، بمحاولة للوصول الى الأهمية النسبية لكل عامل من العوامل الرئيسة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، كما وسيقوم هذا الفصل بعرض نتائج تحليل الانحدار اللوغاريتمي (Logit Regression) لاختبار فرضيات الدراسة من خلال النموذج الذي تم بناؤه ونتائج معامل الارتباط لتحديد قوة العلاقة فيما بين متغير الدراسة التابع المتمثل بـ (سياسة توزيع الأرباح) والمتغيرات المستقلة المتمثلة بـ (ربحية الشركة، حجم الشركة، مديونية الشركة، سيولة الشركة، هيكل أصول الشركة، فرص النمو للشركة، خطورة أعمال الشركة، عمر الشركة، تركز ملكية الشركة حجم مجلس إدارة الشركة،).

(5-2) التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يستعرض هذا الجزء من الفصل أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة مثل المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية، بالإضافة إلى أدنى وأعلى قيمة للبيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة.

يتضح من نتائج الجدول رقم (5-1) ما يلي:

- بلغ متوسط نسبة توزيع الأرباح في الشركات الأردنية الصناعية 53.22% كما وتراوحت أدنى نسبه وأعلى نسبة لتوزيع الأرباح ما بين صفر كحد أدنى و67.1621 كحد أعلى وبانحراف معياري قدرة 3.3228 ويرجع هذا إلى الاختلاف الكبير بين الشركات الصناعية الاردنية وتفاوت قدرتها على دفع توزيعات الأرباح بسبب اختلاف مستوى ربحيتها ومستوى المخاطر التي تواجهها.

- بينما بلغ متوسط نسبة التمويل بالدين 33.49%، وبانحراف معياري قدره 0.2402، كما وتتراوح هذه النسبة بين صفر كحد أدنى و2.2753 كحد أقصى.
- وبلغ متوسط نسبة هيكل الأصول والمتمثلة بقسمة إجمالي الأصول الثابتة على إجمالي الأصول بـ 37.52%، وبانحراف معياري قدرة 0.1980، إذ تتراوح هذه النسبة بين الصفر كحد أدنى و89% كحد أقصى.
- بلغ متوسط فرص النمو للشركات الصناعية الأردنية 1.5421، وبانحراف معياري قدره 1.0356، كما تراوحت هذه النسبة بين 0 كحد أدنى و7.4700 كحد أقصى.
- ومن جهة أخرى فقد بلغ متوسط نسبة السيولة والمقاسة من خلال النسبة الحالية وذلك بقسمة الموجودات المتداولة على المطلوبات المتداولة 3.2469، وبانحراف معياري قدره 7.2814 كما وتتراوح هذه النسبة بين 0.01 كحد أدنى و156.64 بحدها الأقصى.
- كما بلغ متوسط نسبة تركيز الملكية 53.40% وبانحراف معياري بلغ قدرة 0.2291، كما تراوحت هذه النسبة بين 0.0422 كحد أدنى و98% كحد أقصى في الشركات الصناعية الأردنية.
- بلغ متوسط الربحية للشركات الصناعية الأردنية مقاساً بنسبة العائد على الأصول 2.95% حيث بلغت القيمة الدنيا لهذه النسبة 0.5867- بينما بلغت أقصى قيمة لها 0.8407 وبانحراف معياري بلغ قدرة 11%.
- كما أوضحت النتائج أيضاً أن متوسط عمر الشركات بلغ 30 سنة وبانحراف معياري قدره 14.2128، كما يتراوح عمر الشركات بين 13 سنة كحد أدنى و61 سنة كحد أقصى.
- بينما بلغ متوسط عدد أعضاء مجلس الإدارة 9 أعضاء وبانحراف معياري قدره 4.96، كما تراوح عدد الأعضاء بين 1 كحد أدنى و13 كحد أقصى.
- بينما بلغ متوسط نسبة مخاطر أعمال الشركات الصناعية الأردنية مقاساً بالانحراف المعياري لعوائدها حوالي 8% وبانحراف معياري بلغ قدره 0.0559، وتراوحت هذه النسبة بين 0.0179 كحد أدنى و31% بحدها الأقصى.

- وأخيراً بلغ متوسط حجم الشركات الصناعية الأردنية (53,486,887) وبانحراف معياري يقدر بحوالي (139,000,000)، حيث بلغ حده الأدنى (552,375) وحده الأقصى (1,220,000,000).

الجدول رقم (1-5) تحليل الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات (Variables)	الوسط الحسابي (Mean)	الانحراف المعياري (Std.Dev)	أدنى قيمة (Min)	أقصى قيمة (Max)
Dividend Policy	0.5322	3.3228	0.0000	67.1621
Financial Leverage	0.3349	0.2402	0.0000	2.2753
Assets Structure	0.3752	0.1980	0.0000	0.8900
Growth Opportunities	1.5421	1.0356	0	7.4700
Liquidity	3.2496	7.2814	0.0100	156.6400
Ownership Concentration	0.5340	0.2291	0.0422	0.9838
Profitability	0.0295	0.1067	-0.5867	0.8407
Firm Age	30.0365	14.2128	13.0000	61.0000
Board Size	9.0000	4.9584	1.000	13.0000
Business Risk	0.0754	0.0559	0.0179	0.3108
Firm Size	53,486,887	139,000,000	552,375	1,220,000,000

(5-3) نتائج تحليل المكونات الرئيسة (PCA) Principle Component Analysis

تم استخدام طريقة تحليل المكون الرئيسي لاستخراج العوامل الرئيسة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، واستخدام هذه التقنية يشير إلى تلك العوامل التي تفسر العلاقة بين متغيرات الدراسة.

حيث يبين تحليل المكونات الرئيسة (PCA) بأن متغيرات الدراسة مستقلة إلى حدٍ ما، ونقصد بالمستقلة بأن معاملات الارتباط منخفضة فيما بينها، حيث أن نتائج تحليل المكونات الرئيسة (PCA) تدل على أن متغيرات الدراسة العشر آلت إلى عشر مكونات رئيسية تتقاسم فيما بينها وصف المتغيرات الأصلية، حيث أن متغيرات الدراسة الأصلية متغيرات مستقلة بحد ذاتها لا يوجد بينها ارتباط مرتفع إذ يصف كل منها عامل من العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح بشكل مختلف عن الآخر.

يبين الجدول رقم (5-2) بأن المكون الرئيسي الأول (PC1) يصف 20% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية، بينما وصف المكون الرئيسي الثاني (PC2) 16.27% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية، وجاء المكون الرئيسي الثالث (PC3) ليصف حوالي 13% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية وقام المكون الرئيسي الرابع (PC4) بوصف ما لا يقل عن 12% من التباين في المتغيرات الأصلية للدراسة.

كما ونلاحظ من الجدول رقم (5-2) بأن المكونات الرئيسة الأربع الأولى فسرت حوالي 61% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية، وبذلك تتابع خوارزمية تحليل المكونات الرئيسة Principle Component Analysis إنجاز عملها بأسلوب يشبه القضم مكونة عدد من المكونات الرئيسة غير المترابطة فيما بينها، وبمعنى آخر أنه إذا تم حساب الارتباط بين المكون الرئيسي الأول (PC1) والمكون الرئيسي الثاني (PC2) ستكون نتيجة الارتباط تساوي صفر، وهكذا بالنسبة لكل من (PC3) و (PC4) وصولا إلى (PCn) حيث (n) هي العدد الكلي للمتغيرات المدروسة وحينها تصل النسبة التراكمية إلى 100% كما هو واضح من الجدول التالي.

الجدول رقم (2-5) تحليل المكونات الرئيسة

Number	Value	Difference	Proportion	Value	Cumulative Proportion
PC1	2.0166	0.3896	0.2017	2.0166	**0.2017**
PC2	1.6270	0.3627	0.1627	3.6435	**0.3644**
PC3	1.2643	0.1089	0.1264	4.9078	**0.4908**
PC4	1.1554	0.2003	0.1155	6.0632	**0.6063**
PC5	0.9551	0.0792	0.0955	7.0183	**0.7018**
PC6	0.8759	0.1416	0.0876	7.8942	**0.7894**
PC7	0.7343	0.2059	0.0734	8.6285	**0.8629**
PC8	0.5284	0.0296	0.0528	9.1569	**0.9157**
PC9	0.4988	0.1544	0.0499	9.6557	**0.9656**
PC10	0.3443	---	0.0344	10	**1**

كما ويبين الجدول رقم (3-5) أن المكون الرئيسي الأول (PC1) يتألف من مجموعة من عوامل الدراسة الأصلية التي تفسر أكبر قدر ممكن من التباين بين متغيرات الدراسة ضمن توليفة الصفة التخيلية الأولى والتي تتضمن الربحية بحوالي 52% يليها متغير حجم مجلس الإدارة بنسبة 36.28%، ويأتي فيما بعد حجم الشركة بنسبة تبلغ 30.62%، ومن ثم فرص النمو وبنسبة تقدر بـ 26%، يمكن القول أن متغير الربحية يعتبر من أهم العوامل الأساسية التي يمكن أن تؤثر على سياسة توزيع الأرباح.

يأتي متغير السيولة من ضمن العوامل الرئيسة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح إذ يأخذ أعلى نسبة في المكون الرئيسي الثاني (PC2) بحوالي 50%، يليه متغير تركز الملكية بنسبة 39.49% كما وتقدر نسبة متغير خطورة أعمال الشركات بحوالي 31%، إذ يليها الربحية بنسبة 23%.

كما وتضمنت توليفة الصفة التخيلية الثالثة والتي يطلق عليها تسمية المكون الرئيسي الثالث (PC3) متغير حجم الشركة والذي يقدر بأعلى نسبة في هذه التوليفة إذ بلغ ما نسبة 48.47% ليكون هذا المتغير هو إحدى العوامل الرئيسة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، يليه متغير تركز الملكية إذ بلغت نسبته حوالي 48% ليأتي متغير فرص النمو بالمرتبة الثالثة في هذه التوليفة ويأخذ ما نسبته 47.40% من تفسير التباين لمتغيرات الدراسة الأصلية بينما بلغت نسبة الرافعة المالية حوالي 30%.

وبالمكون الرئيسي الرابع (PC4) نختتم أهم المكونات الرئيسة الأربع الأولى التي تفسر حوالي 61% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية كما وذكرنا سابقاً، إذ يتألف هذا المكون من عمر الشركة والذي بلغت نسبته أعلى نسبة في هذه التوليفة إذ تقدر بحوالي 70%، يليه متغير خطورة أعمال الشركات بنسبة قدرها 55.57%، بينما بلغت نسبة السيولة وحجم مجلس الإدارة حوالي 12% و9% على التوالي.

وتفسر هذه النتائج بأن كل مكون من المكونات الرئيسة لأربع الأولى ما هي إلا عبارة عن صفات تخيلية محسوبة كما تم التوضيح سابقاً بدلالة الصفات الحقيقية، لكن بأوزان متفاوتة وضعت وحددت لكي تعبر عن أكبر قدر ممكن من التباينات التي تظهر ما بين المتغيرات المدروسة وتتألف من توليفة مختلفة من متغيرات الدراسة الأصلية، حيث أن تحليل المكونات الرئيسة (PCA) بطبيعته ينتج مكونات رئيسية مستقلة وغير مترابطة فيما بينها.

الجدول رقم (5-3) المكونات الرئيسة ومتغيرات الدراسة

Variable	PC 1	PC 2	PC 3	PC 4	PC 5	PC 6	PC 7	PC 8	PC 9	PC 10
FIRM AGE	0.1796	0.0327	0.1670	0.7048	-0.1931	-0.3825	0.3593	-0.2281	0.2713	0.0617
BOARD SZ	0.3634	-0.4570	-0.0559	0.0900	-0.1538	0.3624	0.0992	0.5566	0.2841	0.3043
LVE	-0.3628	-0.3215	0.3103	0.0398	0.4519	-0.0025	-0.3257	-0.2090	0.5022	0.2469
TANG	-0.3943	0.0515	0.2058	-0.1289	-0.1866	0.5538	0.6077	-0.2114	0.1462	-0.0776
GROW	0.2647	0.1533	0.4740	-0.0287	-0.5075	0.2458	-0.5122	-0.1678	0.1607	-0.2157
LIQ	0.2234	0.4960	-0.2800	0.1153	0.4045	0.2520	-0.0105	0.1079	0.4946	-0.3589
OWNCONCENT	-0.0705	0.3949	0.4837	-0.3321	0.0046	-0.3784	0.1865	0.5102	0.1807	0.1544
PROFT	0.5168	0.2304	0.1157	-0.2073	0.2564	0.1622	0.1276	-0.4071	-0.1338	0.5758
RISK	-0.2504	0.3120	0.2119	0.5557	0.1593	0.3482	-0.1831	0.2841	-0.4133	0.2338
FIRM SZ	0.3062	-0.3289	0.4847	0.0295	0.4332	0.0319	0.1965	0.0566	-0.2835	-0.5013

كما ويبين الجدول رقم (5-4) مصفوفة الارتباط التي تشير إلى معاملات الارتباط بين المتغيرات الأصلية للدراسة، حيث تشير مصفوفة الارتباط إلى عدم وجود مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollenearity) بين متغيرات الدراسة المستقلة وبالتالي فإن جميع هذه المتغيرات سوف تأخذ بعين الاعتبار في التحليل.

الجدول رقم (4–5) مصفوفة الارتباط

Variable	AGE	BOARD	LVE	TANG	GROW	LIQ	OWNCON	PROFT	RISK	FIRMSZ
FIRM AGE	1.0000	0.0797	-0.1206	-0.1488	0.0943	0.0266	-0.0314	0.0304	0.1436	0.1252
BOARD SZ	0.0797	1.0000	-0.1000	-0.1573	0.1096	-0.0893	-0.3293	0.1225	-0.2494	0.3225
LVE	-0.1206	-0.1000	1.0000	0.1626	-0.1459	-0.2695	-0.0203	-0.3226	0.1255	0.1596
TANG	-0.1488	-0.1573	0.1626	1.0000	-0.0527	-0.1471	0.1154	-0.2204	0.1883	-0.1370
GROW	0.0943	0.1096	-0.1459	-0.0527	1.0000	-0.0097	0.1658	0.2549	0.0436	0.1034
LIQ	0.0266	-0.0893	-0.2695	-0.1471	-0.0097	1.0000	0.0429	0.3568	0.1631	-0.1270
OWNCONCE	-0.0314	-0.3293	-0.0203	0.1154	0.1658	0.0429	1.0000	0.0986	0.0644	0.0116
PROFT	0.0304	0.1225	-0.3226	-0.2204	0.2549	0.3568	0.0986	1.0000	-0.1620	0.2961
RISK	0.1436	-0.2494	0.1255	0.1883	0.0436	0.1631	0.0644	-0.1620	1.0000	-0.0970
FIRM SZ	0.1252	0.3225	0.1596	-0.1370	0.1034	-0.1270	0.0116	0.2961	-0.0970	1.0000

(5-4) نتائج تحليل نموذج الدراسة

يستعرض هذا الجزء من الدراسة نتائج تحليل الانحدار اللوغاريتمي (Logit Regression) لمحددات سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية الأردنية للفترة ما بين 2003-2012، حيث تم استخدام الانحدار اللوغاريتمي وذلك لأن العامل التابع (سياسة توزيع الأرباح) هو متغير وهمي (Dummy Variable) يأخذ القيمة "1" إذا قررت الشركة أن توزيع أرباحاً، والقيمة "0" إذا ما قررت الشركة عدم توزيع أرباح لحمة الأسهم ويعود ذلك إلى أن هناك عدد كبير من الشركات الصناعية الأردنية لا تقوم بتوزيع الأرباح في كثير من السنوات، وهذا يقلل من كفاءة نماذج الأثر العشوائي والثابت (Fixed and Random Effect Model) في تقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة والمتغير التابع والذي المتمثل بـ سياسة توزيع الأرباح.

حيث يبين الجدول رقم (5-5) ما يلي:

- هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركات الصناعية الاردنية (**Profitability**) ونسبة توزيع الأرباح عند مستوى الدلالة 1%، أي أنه كلما زادت ربحية الشركات كلما ارتفعت نسبة توزيع الأرباح على المساهمين فيها، حيث تدعم هذه العلاقة من قبل نظرية الإشارة (Signaling Theory) إذ تقوم الشركات الربحية بدفع التوزيعات على المساهمين فيها، لتوصل إشارة جيدة عن أدائها المالي، وبالتالي فإن النتائج تشير إلى قبول الفرضية الفرعية الأولى، كما وتتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من (Chang & Rhee,2001; Ho,2003; Fama & French,2001) حيث توصلوا إلى أن الشركات التي يكون لديها صافي أرباح مستقرة يمكن أن تملك تدفقات نقدية حرة أكبر وبالتالي تميل إلى دفع توزيعات أكثر. كما وجاءت هذه النتيجة منسجمة مع ما توصل إلية (Jensenn et al., (1992 إذ اثبتوا أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية تربط نسبة توزيع الأرباح بربحية الشركات والتي تقاس بنسبة صافي الدخل على إجمالي الأصول.

بينما جاءت هذه النتيجة متعارضة مع النتائج التي توصل إليها (Amidu & Abor (2006 اللذان أشارا إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبل الشركات وربحيتها، والتي تظهر أن الشركات نفضل الاستثمار في أصولها بدلاً من دفع التوزيعات النقدية على المساهمين، ووافقهم بالرأي كلاً من (Kania & Bacon (2005 إذ وجدوا أنه كلما ارتفع العائد على حقوق المساهمين

زادت أرباح الشركات المحتجزة لإعادة استثمارها وقلت توزيعات الأرباح النقدية على المساهمين، ووفقاً لنظرية أولويات التمويل (Pecking Order Theory) والتي تشير إلى أن الشركات تفضل الاعتماد على الأموال الداخلية أو الأرباح المحتجزة لتمويل استثماراتها المستقبلية ونتيجة لذلك تميل الشركات الأكثر ربحية إلى احتجاز أرباحها بدلاً من توزيعها على المساهمين فيها.

- أما فيما يتعلق بحجم الشركات (**Firm Size**) فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ليست ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة ونسبة توزيع الأرباح، وعلية لا يوجد أثر واضح لحجم الشركات الصناعية الأردنية على سياسة توزيع الأرباح لديها وبالتالي فإننا نرفض الفرضية الفرعية الثانية، والتي تنص على أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح.

- إضافةً إلى ما سبق فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية (**Financial Leverage**) ونسبة توزيع الأرباح عند مستوى الدلالة 1%، إذ غالبا ما تكون الشركات ذات المديونية المرتفعة متحفظة في سياستها لتوزيع الأرباح، ويعود ذلك إلى القيود التي تفرضها اتفاقيات القروض التي تأخذها الشركة على حرية الإدارة في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح وقد تلزم اتفاقيات القروض الشركة بخفض التوزيعات أو عدم دفع التوزيع على الاطلاق بعد أخذ القرض (المداني،2010).

وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الفرعية الثالثة، كما وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه Mollah et al (2001) عندما قاموا بدراسة الأسواق الناشئة حيث توصلوا إلى أن الشركات ذات النسب المديونية المرتفعة تواجهه ارتفاعا في تكاليف المعاملات مما يدفعها إلى خفض نسبة توزيعات الأرباح لتجنب تكلفة التمويل الخارجي، حيث تتوافق النتيجة التي توصلوا اليها مع ما توصل إليه (Rozeff,1982) الذي يشير إلى أن الشركات التي تزيد فيها نسبة الرفع المالي تميل إلى خفض نسبة توزيع الأرباح النقدية من أجل خفض تكاليف المعاملات المرتبطة بعملية التمويل الخارجي، بينما جاءت هذه النتيجة متعارضة مع ما توصل إلية Kania & Bacon (2005) حيث توصلوا إلى نتيجة مفادها أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة سياسة توزيع الأرباح والرافعة المالية للشركات، إذ برروا ذلك بأن هناك بعض الشركات التي تعتمد على الديون من أجل سداد توزيعات الأرباح، ووافقهم بالرأي Chang & Rhee (1990) حيث أشارا إلى أن

الشركات التي تكون فيها نسبة توزيع الأرباح مرتفعة تميل إلى التمويل عن طريق الدين، في حين أن الشركات التي تملك نسب منخفضة من توزيعات الأرباح تميل إلى التمويل عن طريق أموال الملكية.

- كما دلت النتائج أيضاً على وجود علاقة سلبية ليست ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركة (**Liquidity**) مقاسة بالنسبة الحالية وذلك من خلال قسمة الموجودات المتداولة على المطلوبات المتاولة ونسبة توزيع الأرباح، وعلية لا يوجد أثر واضح لسيولة الشركات الصناعية الأردنية على سياستها المتبعة في توزيع الأرباح وبالتالي فإننا نرفض الفرضية الفرعية الرابعة والتي تنص على أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركات ونسبة توزيع الأرباح.

- أما فيما يتعلق بهيكل الأصول (**Assets Structure**) فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بينها وبين نسبة توزيع الأرباح عند مستوى الدلالة 1%، أي أنه كما ارتفعت نسبة الأصول الثابتة كما انخفضت نسبة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الفرعية الخامسة، كما وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Al–Najjar & Hussainey,2009; Moradi et al.,2012) حينما توصلوا إلى أن زيادة نسبة الأصول الملموسة في الشركات يؤدي بدورة إلى زيادة الديون والقروض قصيرة الأجل، وبعبارة أخرى إن الشركات التي تتحمل تكلفة استثمار أكبر بسبب الاستثمار في الأصول الثابتة تحتاج إلى المزيد من التمويل من التمويل وفقاً لنظرية أوليات التمويل (Pecking Order Theory) إذ تفضل هذه الشركات التمويل من مصادرها الداخلية والتي تتمثل بأرباحها المحتجزة على توزيع هذه الأرباح على المساهمين فيها، كما جاءت النتيجة التي توصل إليها (2003) Aivazian et al متفقة مع ما سبق إذ أشاروا إلى أن الشركات التي تكون لديها نسبة الأصول الثابتة مرتفعة نسبياً ينخفض لديها حجم الأصول قصيرة الأجل التي يمكن استخدامها كضمان لتمويل الديون قصيرة الأجل مما يدفع الشركة إلى الاعتماد بشكل أكبر على أرباحها المحتجزة لتمويل ديونها، مما يعني أن تقل فرصة دفع توزيعات الأرباح على المساهمين.

بينما تتعارض هذه النتيجة مع ما توصل إليه (1999) Koch & Shenoy إذ توصلوا إلى أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح ونسبة الأصول الملموسة في الشركات مرجحين ذلك إلى أن الشركات التي تملك نسبة أصول ملوسة أكثر تملك مزايا ضريبية أكبر دون الاعتماد على الديون وبالتالي تفضل توزيع الأرباح على المساهمين فيها من أجل الحد من مشكلة تكاليف الوكالة وعدم تماثل

المعلومات، كما وتتعارض مع ما توصل إلية (1984) Myers & Majluf إذ يعلل سبب وجود علاقة إيجابية تربط سياسة توزيع الأرباح بهيكل الأصول الشركات أن الشركات التي تملك أصول ملموسة أكثر تملك القدرة أكبر على الاقتراض مما يجعلها تميل إلى توزيع أرباحها على المساهمين فيها بدلاً من احتجاز هذه الأرباح.

- أضف إلى ما سبق فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ليست ذات دلالة إحصائية بين فرص النمو (**Growth Opportunities**) ونسبة توزيع الأرباح، وعلية لا يوجد تأثير واضح لمتغير فرص النمو على سياسة توزيع أرباح الشركات الصناعية الأردنية، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية الفرعية السادسة والتي تنص على وجود علاقة سلبية تربط سياسة توزيع الأرباح بفرص النمو، بينما جاءت هذه النتيجة متناغمة مع ما توصل إلية (2006) Naceur et al الذين أشاروا إلى أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتي تقيس فرص النمو لا تؤثر على سياسة توزيع الأرباح في الشركات التونسية، كما وجاء (2008) Kowalewski et alمتفقاً مع ما سبق حينما وجد علاقة إيجابية غير مهمة إحصائياً تربط سياسة توزيع الأرباح بفرص النمو

- أما فيما يتعلق بخطورة أعمال الشركة (**Business Risk**) فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بينها وبين نسبة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية عند مستوى الدلالة 1%، حيث أن خطورة الأعمال تحد من قدرة الشركات على توفير العائد المتوقع لحملة الأسهم حيث يشير ارتفاع نسبة مخاطر الاعمال إلى ارتفاع نسبة حدوث الإفلاس للشركات وبالتالي تقل احتمالية وإمكانية الشركات على دفع توزيعات الأرباح على المساهمين، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الفرعية السابعة وتتفق هذه النتيجة مع (Ho,2003; Chang & Rhee,2001; Amidu & Abor,2006; Kowalewski et al.,2008; Rozeff,1982; Higging,1972; Jensen et al.,1992) حيث توصلت هذه الدراسات إلى أن الشركات ذات التدفقات النقدية المستقرة لديها القدرة على التنبؤ بأرباحها المستقبلية بشكل أكثر دقة، مما يمكن هذه الشركات من الالتزام بدفع نسبة أكبر من أرباحها إلى المساهمين فيها، إلا أن نسبة خطورة الأعمال المرتفعة في الشركات تجعلها تواجه تقلبات في تدفقاتها النقدية مما يؤدي إلى زيادة متطلبات التمويل الخارجي مما يقودهم إلى الحد من توزيع الأرباح في محاولة للحفاظ على توزيع أرباح نقدية مستقرة وتجنب التكلفة العالية للتمويل الخارجي.

- كما وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين عمر الشركة (**Firm Age**) وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية عند مستوى الدلالة 1%، أي أنه كلما زاد عمر الشركة كلما ارتفعت نسبة توزيع الأرباح، إذ أن الشركات التي تأسس حديثاً تميل إلى دفع توزيعات منخفضة نسبياً بالمقارنة مع الشركات القائمة بالفعل، حيث تقوم باحتجاز أرباحها من أجل عمليات التوسع والنمو المستقبلية وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الفرعية الثامنة، كما وجاءت منسجمة مع ما توصل إليه (Grullon et al., 2002; Afza & Mirza,2011; Nnadi et al.,2013) الذين أشاروا إلى أن الشركات الناضجة (mature) تعاني من قلة فرص النمو المتاحة مما يؤدي إلى انخفاض في نفقات رأس المال لديها، وبالتالي فإن هذه الشركات يتوفر لديها سيولة عالية وتدفقات نقدية حرة مرتفعة مما يساعدها على دفع توزيعات أرباح مرتفعة، كما وجاءت هذه النتائج منسجمة مع النتائج التي توصل إليها Brav et al (2005) الذين أشاروا إلى أن الشركات الأكثر نضجاً سوف تقوم على توزيع أرباح أعلى مقابل الشركات الحديثة التي يلزمها الاحتفاظ بالنقدية من أجل عمليات النمو والتوسع المستقبلية، وقد تعارضت هذه النتيجة مع ما توصل إليه Yiadom & Agyei (2011) اللذين أشارا إلى أن هناك علاقة سلبية تربط سياسة توزيع الأرباح بعمر الشركة معللين ذلك بأن الشركات العاملة في السوق لفترة طويلة استطاعت أن تشكل لنفسها سمعة جيدة مقابل الشركة حديثة النشأة، وعندما يتم إدارة سمعة الشركة بشكل جيد من الممكن أن تستخدم سمعة الشركة لتقيم الجدارة الائتمانية مما يمكنها من الحصول على الاموال بتكلفة منخفضة لتمويل المشاريع الاستثمارية وفرص النمو والتوسع المستقبلية، كما وتعارضت مع ما توصل إليه (Afza & Mirza,2010) اللذان أشارا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة وسياسة توزيع الأرباح.
- أما فيما يتعلق بتركز الملكية (**Ownership Concentration**) فقد أشارت النتائج إلى أن هناك علاقة سلبية ليست ذات دلالة إحصائية تربطها بسياسة توزيع الأرباح، وعليه لا يوجد أثر واضح لتركيز الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية، وعليه فإننا نرفض الفرضية الفرعية التاسعة والتي تنص على أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تركز ملكية الشركة وسياسة توزيع الأرباح. كما وجاءت هذه النتيجة متعارضة مع ما توصل إلية Claessens & Djankov (1999) إذ أشارا أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين تركز الملكية وساسة توزيع الأرباح حيث أثبتا أن تركز الملكية يزيد إلى حدٍ ما من قيمة الشركة، إذ أن الشركات التي تكون في نسبة مرتفعة من تركز الملكية

تستهلك موارد أقل في المشاريع الاقتصادية منخفضة العوائد مما يعني زيادة التدفقات النقدية لديها وبالتالي زيادة نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين. كما وقد وافقهم الرأي Easterbrook,1984; La Porta et al.,2000) الذي أشار إلى أن توزيع الأرباح يمكن أن تستخدم للحد من صراعات الوكالة،موضحاً ذلك بأن توزيع الأرباح من الممكن أن تكون البديل الأنسب لمراقبة الادارة وبما أن حملة الأسهم هم من يتحمل تكاليف مراقبة الإدارة، يأتي دور كبار المساهمين الذين يملكون حوافز أكبر لطلب توزيعات أرباح مرتفعة من أجل خفض تكاليف رقابة الإدارة.

- أضف إلى ما سبق فقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة (**Board Size**) مقاساً بعدد أعضاء المجلس وسياسة توزيع الأرباح عند مستوى الدلالة 5%، مما يعني زيادة نسبة توزيع الأرباح مع زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات الصناعية الأردنية وعليه فإننا نقبل الفرضية الفرعية العاشرة، كما وجاءت متفقة مع دراسة (Chen et al.,2011; Gill & Obradovich,2012; Mansourinia et al.,2013) إذ توصلت هذه الدراسات إلى أن كلما كبر حجم مجلس الإدارة ازادت نسبة توزيع الأرباح موضحين ذلك بأن احجام مجلس الإدارة الكبيرة تؤدي إلى صعوبة في عمليات التنسيق والاتصال وصنع القرار وبذلك يكون لحجم مجلس الإدارة الكبير نسبياً، تأثير سلبي على أداء الشركات الأمر الذي يؤدي إلى غياب الرقابة وزيادة تكاليف الوكالة، حيث يأتي دور سياسة توزيع الأرباح كأداة فعالة لخفض تكاليف الوكالة في حال غياب آليات المراقبة الأخرى، وقد تعارضت هذه النتيجة مع ما توصل إليه Klein (2002) إذ يشير إلى أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم تسمح بتخصص الإدارة بشكل أكبر مما يؤدي إلى رقابة أكثر فاعلية وبالتالي تقل الحاجة إلى سياسة توزيع الأرباح للحد من مشكلة تكاليف الوكالة.

- كما يبين الجدول رقم (5-5) بأن قيمة R-squared بلغت 40.09% وهذا يدل على أن متغيرات الدراسة المستقلة مجتمعة تفسر حوالي 40% من التباين في المتغير التابع والذي يتمثل بـ (سياسة توزيع الارباح).

الجدول رقم (5−5) تحليل عينة الدراسة باستخدام تحليل الانحدار اللوغاريتمي

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-6.8942	2.3377	-2.9492	0.0032
PROFT	21.1027	2.7125	7.7799	0.0000
FIRM SZ	0.4485	0.2762	1.6240	0.1044
LVE	-4.0276	0.7628	-5.2802	0.0000
LIQ	-0.0970	0.0205	-0.7304	0.4897
TANG	-2.2784	0.7063	-3.2258	0.0013
GROW	0.1674	0.1438	1.1640	0.2444
RISK	-11.9079	3.3611	-3.5429	0.0004
FIRM AGE	2.3046	0.6917	3.3319	0.0009
OWNCONCE	-0.4933	0.6262	-0.7878	0.4308
BOARD SZ	2.6429	1.1839	2.2323	0.0256
R-squared	0.4009			

(5−5) الخلاصة

تضمن هذا الفصل توضيحاً لأهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة مثل المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية، بإضافة إلى أدنى وأعلى قيمة للبيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة، كما وتم عرض نتائج تحليل المكونات الرئيسة Principle Component Analysis (PCA)، وأخيراً عرض نتائج تحليل عينة الدراسة باستخدام تحليل الانحدار اللوغاريتمي (Logit Regression)، وفي ضوء النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة يمكن التعبير عن نموذج الدراسة بالصيغة التالية:

$$DP_{it} = -6.8942 + 21.1027(PROF_{it}) + 0.4485(FirmSZ_{it}) - 4.0276(LVE_{it}) - 0.0970(LIQ_{it}) - 2.2784(TANG_{it}) + 0.1674(GROW_{it}) - 11.9079(BR_{it}) + 2.3046(AGE_{it}) - 0.4933(OWECONCENT_{it}) + 2.6429(BoardSZ_{it}) + \varepsilon_{it}$$

كما وسيقوم الفصل السادس بتلخيص أهم الاستنتاجات وعرض التوصيات المقترحة

الفصل السادس: ملخص النتائج والتوصيات

(1–6) المقدمة

(2–6) ملخص النتائج

(3–6) التوصيات

الفصل السادس

ملخص النتائج والتوصيات

(6-1) المقدمة

هدفت هذه الدراسة إلى إعادة فحص العوامل المختلفة المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح واستخدام تحليل المكونات الرئيسة والانحدار اللوغاريتمي للتعرف الى أهم العوامل الرئيسة التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ما بين 2003-2012.

وعلية يقدم هذا الفصل من الدراسة أهم النتائج والتوصيات التي توصلت إليها نتائج التحليل باستخدام طرق قياسية تتلاءم وطبيعة البيانات.

(6-2) ملخص النتائج

يمكن تلخيص أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة فيما يلي:

1. بلغ معدل توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية خلال فترة الدراسة ما يعادل 53%، وبانحراف معياري قدرة 3.32 ويرجع هذا إلى الاختلاف الكبير بين الشركات الصناعية الاردنية وتفاوت قدرتها على دفع توزيعات الأرباح.
2. تحليل المكونات الرئيسة لمتغيرات الدراسة يبين أن متغيرات الدراسة الاصلية مستقلة وذات معاملات ارتباط منخفضة نسبياً، حيث أن المكون الرئيسي الأول يصف 20% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية، بينما وصف المكون الرئيسي الثاني 16% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية، وجاء المكون الرئيسي الثالث ليصف حوالي 13% من التباين في متغيرات الدراسة الأصلية، وقام المكون الرئيسي الرابع بوصف ما لا يقل عن 12% من التباين في المتغيرات الأصلية للدراسة.
3. تشكل الربحية العامل الرئيسي في المكون الرئيسي الأول (PC1)، بينما يأتي متغير السيولة ليشكل العامل الرئيسي في المكون الرئيسي الثاني (PC2)، ويأتي متغير حجم الشركة ليشكل العامل الرئيسي في المكون الرئيسي الثالث (PC3)، بينما في المكون الرئيسي الرابع (PC4) يأتي متغير عمر الشركة ليشكل العامل الرئيسي فيه.

4. هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من (الربحية وعمر الشركة وحجم مجلس الادارة) على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية خلال فترة الدراسة.
5. هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لكل من (خطورة أعمال الشركات وهيكل الأصول والرافعة المالية) على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية خلال فترة الدراسة.
6. بينت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لكل من (تركز الملكية وفرص النمو والسيولة وحجم الشركة) على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية خلال فترة الدراسة.
7. إن ربحية الشركة وخطورة الأعمال والمديونية هي المحددات الرئيسة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية.

(3-6) التوصيات

في ضوء النتائج السابقة التي توصلت إليها الدراسة تقترح الدراسة مجموعة من التوصيات تتلخص في النقاط التالية:

1. على الشركات الصناعية الأردنية أخذ متغير الربحية وخطورة الأعمال ونسبة المديونية كعوامل بالغة الأهمية عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح، مع الأخذ بعين الاعتبار باقي العوامل بالشكل الأنسب الذي يلائم الشركة ومساهميها، مما ينتج عنه قرار توزيع أمثل للأرباح.
2. توصي الدراسة بأن يكون قرار توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية مدروساً ومحسوباً بأسس علمية حتى تحقق الشركة هدفها الرئيسي وهو تعظيم سعر السهم.
3. توصي الدراسة بعدم المغالاة في عملية احتجاز الأرباح خاصة إذا لم تتوفر الفرص الاستثمارية المجدية من الناحية الاقتصادية.
4. الاخذ بعين الاعتبار رغبات المساهمين بما يحقق مصالح الشركة، ومصالح أكبر عدد من المساهمين وذلك عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح، حيث أن ذلك يشجع المستثمرين على الاستثمار في الشركة مما يحقق لها مصدر تمويل جيد.
5. زيادة اهتمام مديري الشركات الصناعية الأردنية بالأبحاث والدراسات التي تبين العوامل الرئيسة التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، لاتباع سياسة توزيع الأرباح الأنسب والتي تمكنهم من استخدام الأرباح التي تحققها على أنها مصدر لتمويل والمحافظة على أسعار أسهمها في السوق.
6. تطبيق هذه الدراسة على قطاعات أخرى في بورصة عمان للأوراق المالية مثل قطاع البنوك، وقطاع التأمين، وقطاع الخدمات، أو تطبيقها على كامل السوق.

قائمة المراجع

المراجع العربية:

ال شبيب، دريد كامل. 2010. **إدارة مالية الشركات المتقدمة.** دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

حداد، فايز سليم. 2007. **الإدارة المالية.** مطابع الدستور التجارية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

حسين، هاشم حسن. 2008. **العوامل المؤثر على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد 17، ص 209-230.

الحناوي، محمد صالح والعبد، جلال إبراهيم. 2002. **الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات.** الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية.

حنفي، عبد الغفار. 2002. **أساسيات التمويل والإدارة المالية.** دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية.

حنفي، عبد الغفار. 2007. **أساسيات التمويل والإدارة المالية.** الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية.

حنفي، عبد الغفار، ورسمية، زكي قرياقص. 2004. **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية.

خصاونة، محمد قاسم. 2010. **أساسيات الإدارة المالية.** دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

زرقون، محمد. 2010. **أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة.** مجلة الباحث، العدد 8، ص 81-96.

عبد الرحيم، عاطف جابر طه. 2008. **أساسيات التمويل والإدارة المالية.** الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية.

عبد القادر، بريش، وعيسى، بدروني. 2013. **محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية**، مجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، ص 12-22.

العلي، أسعد حميد. 2010. **الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية**. دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

غنيم، أحمد محمد. 2008. **الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء**. المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، جمهورية مصر العربية.

قانون الأوراق المالية رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته http://www.jsc.gov.jo

مطاوع، سعد عبد الحميد. 2010. **الإدارة المالية مدخل حديث**. المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، جمهورية مصر العربية.

الميداني، محمد. 1999. **الإدارة التمويلية في الشركات**. مكتبة العبيكان، الطبعة الثالثة، الرياض، السعودية.

النعيمي، عدنان تايه والساقي، سعدون مهدي وسلام، أسامة عزمي وموسى، شقيري نوري. 2007. **الإدارة المالية النظرية والتطبيق**. دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

هندى، منير إبراهيم. 2008. **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**. منشأة المعارف، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية.

المراجع الأجنبية:

Abdelsalam, O., El-Masry, A., & Elsegini, S., 2008. **Board Composition Ownership Structure and dividend Policies in an Emerging** Market: Further Evidence from CASE 50, Managerial Finance Journal, Vol. 34, No. 12, Pp. 953-963.

Abdi, H., Williams, L. J., 2010. **Principal Component Analysis**, Wiley Interdisciplinary Reviews: Computational Statistics, Vol. 2, No. 4, Pp.433-459.

Adaoglu, C., 2000. **Instability in the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from an Emerging Market**, Emerging Markets Review, Vol. 1, Pp. 252-270.

Afza, T., & Mirza, H. H., 2010. **Ownership Structure and Cash Flows as Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan**, International Business Research Journal, Vol. 3, No. 3, Pp. 210-221.

Afza, T., Mirza, H. H., 2011. **Do Mature Companies Pay More Dividends? Evidence from Pakistani Stock Market**, Mediterranean Journal of Social Sciences, Vol. 2, No. 2, Pp. 152-161.

Ahmed, H., & Javid, A., 2009. **Dynamics and Determinants of Dividend Policy in Pakistan (Evidence from Karachi Stock Exchange Non-Financial Listed Firms),** International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887, Issue 25, Pp. 148-171.

Aivazian, V. A., Booth, L., & Cleary, S., 2006. **Dividend Smoothing and Debt Ratings**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 41, No. 2, Pp. 439-453.

Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S., 2003. **Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms**? The Journal of Financial Research, Vol. 26, Pp. 87-371.

Al-Gharaibeh, M., Zurigat, Z., & Al-Harahsheh, K., 2013. **The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies**, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol. 4, No. 9, Pp. 769-796.

Al-Haddad, W. M., Alzurqan, S. T., & Al_Sufy, F. J., 2011. **The Effect of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Industrial Companies: An empirical study on Amman Stock Exchange**, International Journal of Humanities and Social Science, Vol. 1, No. 4, Pp. 55-69.

Al-Kuwari, D., 2009. **Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries**, Global Economy & Finance Journal, Vol. 2, No. 2, Pp. 38-63.

Al-Kuwari, D., 2012. **Are Large Shareholders Conducting Influential Monitoring in Emerging Markets? An Investigation into the Impact of Large Shareholders on Dividend Decisions: The Case of Kuwait**, Research in World Economy, Vol. 3, No. 2, Pp. 52-67.

Al–Malkawi, H. N., 2007. **Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: an Application of the Tobit model**, Journal of Economic & Administrative Sciences, Vol. 23, No.2, Pp.44–70.

Al–Malkawi, H. N., 2008. **Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data**, International journal of Business, Vol. 13, No. 2, Pp. 178–195.

Al–Najjar, B., & Hussainey, K., 2009. **The association between dividend payout and outside directorships**, Journal of Applied Accounting Research, Vol. 10 No. 1, pp. 4 – 19.

Al–Najjar, B., 2009. **Dividend Behaviour and Smoothing New Evidence from Jordanian Panel Data,** Studies in Economics and Finance, Vol. 26, Iss. 3, Pp. 182–197.

Al–Shubiri, F. N., 2011. **Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange**, Far East Journal of Psychology and Businss, Vol. 4, No. 2, Pp. 1–15.

Al–Taleb, G., 2012. **Measurement of Impact Agency Costs Level of Firm on Dividend and Leverage Policy: An Empirical Study**, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol. 3, No. 10, Pp. 234–243.

Al–Twaijry, A. A., 2007. **Dividend policy and payout ratio: Evidence from the Kuala Lumpur Stock Exchange**, The Journal of Risk Finance, Vol. 8, No. 4, pp. 349–363.

Alzomaia, T., & Al-Khadhiri, A., 2013. **Determination of Dividend Policy: Evidence from Saudi Arabia,** International Journal of Business and Social Science, Vol. 4, No. 1, Pp. 181-192.

Amidu, M., & Abor, J., 2006. **Determinants of the Dividend payout ratio in Ghana,** The Journal of Risk Finance, Vol. 7, No. 2, Pp. 136-145.

Amidu, M., 2007. **How Does Dividend Policy Affect Performance of the Firm on Ghana Tock Exchange**, Investment Management Financial Innovation journal, Vol. 4, Issue 2, Pp. 103-112.

Arshad, Z., Akram, y., Amjad, M., & Usman, M., 2013. **Ownership Structure and Dividend Policy**, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research Business, Vol. 5, No. 3, Pp. 378-401.

Atrill, P., & McLaney, E., 2002. **Financial Accounting for Non-specialists**, Prentice Hall, Vol. 46, Pp. 202-212.

Azeem, M., Akbar, Z., Usman, A., 2011. **Investigating Compliance of Dividend Policy with Firm Size: A Case of Karachi Stock Exchange listed Companies**, International journal of Contemporary Research in Business, Vol. 2, No. 11, Pp. 263-279.

Badu, E. A., 2013. **Determinants of Dividend Payout Policy of listed Financial Institutions in Ghana**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 4, No .7, PP 185-190.

Belden, S., Fister, T., & Knapp, B., 2005. **Dividends and Directors: Do Outsiders Reduce Agency Costs?** Business and Society Review, Vol. 110, No. 2, Pp. 171-180.

Bernstein, P. L., 1996. **Dividends: the Puzzle**, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 9, No. 1, Pp. 4-15.

Besley, S., & Brigham, E. F., 2008. **Essentials of Managerial Finance**, 14th. Ed., Thomson, South-Western, USA.

Black, F., 1976. **The Dividend Puzzle**, the Journal of Portfolio Management, Vol. 2, Pp. 5-8.

Bouresli, A. K., & Abdulsalam, F. A., 2005. **Exploring Determinants of Dividend Payout Policies: Evidence from Kuwait Stock Exchange**, Arab Journal of Administrative Sciences, Vol. 12, No. 2, Pp. 313-344.

Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R., 2005. **Payout Policy in the 21st Century**, Journal of Financial Economics, Vol. 77, Pp. 483-527.

Chang, R. P., & Rhee, S. G., 1990. **The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions**, Financial Management, Vol. 19 No. 2, Pp. 21-31.

Chang, R. P., & Rhee, S. G., 2001. **The Impact of Personal Taxes on Corporate**

Chen, J., & Dhiensiri, N., 2009. **Determinants of Dividend Policy: The Evidence from New Zealand**, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 34, Pp. 19-28.

Chen, L., Lin, C., & Yong-Chcol, K., 2011. **Financial Characteristics, Corporate Governance and the Propensity to pay Cash Dividend of Chinese Listed Companies**, International Business and Management, Vol. 3, No. 1, Pp. 176-188.

Claessens, S. & Djankov, S., 1999. **Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic**, Journal of Comparative Economics, Vol. 27, Pp. 498-513.

Crutchley, C., & Hansen, R., 1989. **A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend**, Financial Management, Vol. 18, No. 4, Pp. 36-46.

Daradkah, D., A., & Ajlouni, M., M., 2013. **The Effect of Corporate Governance on Bank's Dividend Policy: Evidence from Jordan**, Australian Journal of Business and Management Research, Vol. 3, No. 01, Pp. 30-39.

Dray, s., 2008. **On the number of principal components: A test of dimensionality Based on Measurements of Similarity between Matrices**, Computational Statistics & Data Analysis, Vol. 52, Pp. 2228 – 2237.

Earnhart, D. & Lizal, L., 2006. **Effects of Ownership and Financial Performance on Corporate Environmental Performance**, Journal of Comparative Economics, Vol. 34, Pp. 111-129.

Easterbrook, F., 1984. **Two agency-cost explanations of dividends**, American Economic Review, Vol. 74, Pp. 650–659.

Eriotis, N., & Vasiliou, D., 2003. **Dividend Policy: An Empirical Analysis of the Greek Market,** International Business and Economics Research Journal, Vol. 3, No. 3, Pp. 49-57.

Fama, E. F., & French, K. R., 2001. **Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?,** Journal of Financial Economics, Vol. 60, Pp. 3-43.

Forte, C. R., 2006. **The Determinants of Dividend Payments in the UK, Germany, Italy, and France**, working paper, retrieved August 6, 2013,from http://www.centralbank.org.bb/WEBCBB.nsf/vwPublications/3E30CE540C944F23042577F2005E7CCB?OpenDocument

Gill, A., Biger, N., & Tibrewala, R., 2010. **Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States**, the Open Business Journal, Vol. 3, Pp. 8-14.

Gill, S., & Obradovich, D. J., 2012. **Corporate Governance, Institutional Ownership, and the Decision to pay the Amount of Dividends: Evidence from USA**, International Research Journal of Finance and Economics, No. 97, Pp. 60-71.

Gitman, L. J., & Madura, J., 2002. **Fundamental of Investing**, 7th. Ed., Addison, Wesley.

Gitman, Lawrence J., 2006. **Principles of Managerial Finance**, 11th. Ed., Pearon International Edition, Boston, USA.

Glen, J. D., Yannis, K., Robert, R. M., & Sanjay, S., 1995. **Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets**, **Financial Analysts Journal**, Vol. 56, No. 6, Pp. 54-63.

Gordon, M. J., 1963. **Optimal Investment and Financing Policy**, the Journal of Finance, Vol. 18, Pp. 264-27.

Grullon, G., Michaely, R., & Bhaskaran S., 2002. **Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?**, Journal of Business, Vol. 75, No. 3, Pp. 387-424.

Gul, F. A., & Kealey, B.T., 1999. **Chaebol, Investment Opportunity Set and Corporate Debt and Dividend Policies of Korean Companies**, Review of Quantitative Finance & Accounting, Vol. 13, No. 4, Pp. 401-416.

Gul, S., Mughal, S., Bukhari, S. A., & Shabir, N., 2012. **The Determinants of Corporate Dividend Policy: An Investigation of Pakistani Banking Industry**, European Journal of Business and Management, Vol. 4, No.12, Pp. 1-5.

Gupta, A., & Banga, C., 2010. **The Determinant of Corporate Dividend Policy**, Decision Journal, Vol. 37, No. 2, Pp. 64-77.

Harada, K., & Nguyen, P., 2006. **Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan**, Working Paper, Online www.ssrn.com.

Higgins, R., 1972. **The Corporate Dividend –Saving Decision**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 7, No. 2, Pp. 1527-1541.

Ho, H., 2003. **Dividend Policies in Australia and Japan**, International Advances in Economic Research, Vol. 9, No. 2, Pp. 91-100.

Holder, M. E., Langrehr, F. W., & Hexter, J. L., 1998. **Dividend policy determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory**, Financial Management Association, Vol. 27, No. 3, Pp. 73-82.

Hui Wang, M., Chu Ke, M., Yang Liu, D., & Sheng Huang, Y., 2011. **Dividend Policy and the Life Cycle Hypothesis: Evidence from Taiwan**, the International Journal of Business and Finance Research, Vol. 5, No. 1, Pp. 33-52.

Jensen, G. R., Donald, P. S., & Thomas, S. Z., 1992. **Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 27, Pp. 63-247.

Jensen, M. C., & Meckling, w. H., 1976. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, Pp. 305-360.

Juhmani, O., 2007. **Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of Bahraini Firms**, Abhath Al-Yarmouk Humanities and Social Sciences Series, Vol. 23, No. 1, Pp 325-338.

Kangarlouei, S. J., Motavassel, M., Azizi, A., & Farahani, M. S., 2012. **The Investigation of the relationship between Dividend Policies, Cash-Flow Uncertainty, Contributed Capital Mix and Investment Opportunities: the case of Emerging Markets (Tehran Stock**

Exchange), International Journal of Business and Social Science, Vol. 3, No. 2, Pp. 172–181.

Kania, S. L., & Bacon, F. W., 2005. **What factors motivate the corporate dividend decision?** American Society of Business and Behavioral Sciences E–Journal, Vol. 1, No. 1. Pp. 97–107.

Kanwal, A., & Kapoor, S., 2008. **Determinants of Dividend Payout Ratios–A Study of Indian Information Technology Sector**, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 15, Pp.63–71.

Khan, T., 2006. **Company dividends and ownership structure: Evidence from UK panel data**, The Economic Journal, Vol. 116, No. 510, Pp. 172–189.

Klein, A., 2002. **Audit committee, board of director characteristics, and earnings management**, Journal of Accounting and Economics, Vol. 33, No. 3, Pp. 375–400.

Koch, P. D., & Shenoy, C., 1999. **The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies**. Financial Management, Vol. 28, No. 4 Pp. 16–35.

Kowalewski, O., Stetsyuk, I. & Talavera, O., 2008. **Does Corporate governance determine dividend payouts in Poland?**. Post–Communist Economies, Vol. 20, No. 2, Pp. 203–218.

Kumar, P. C., Tsetsekos, G. P., 1999. **The Differentiation of Emerging Equity Markets**, Applied Financial Economics Journal, Vol. 9, Issue 5, Pp. 443–453.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. 2000. **Agency problems and dividend policies around the world**, Journal of Finance, Vol. 55, Pp. 1-33.

Lintner, J., 1962. **Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and the Supply of Capital to Corporations**, the Review of Economics and Statistics, 44, Pp. 243-469.

Litai, C., Chuan, L., & Kim, Y., 2011. **Financial Characteristics, Corporate Governance and the Propensity to Pay Cash Dividends of Chinese Listed Companies**, International Business and Management, Vol. 3, No. 1, Pp. 176-188.

Malik, F., Gul, S., Khan, M. T., Rehman, S. U., & Khan, M., 2013. **Factor Influencing Corporate Dividend Payout Decisions of Financial and Non-Financial Firms**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 4, No. 1, Pp. 35-46.

Mansourinia, E., Emamgholipour, M., Rekabdarkolaei, E. A., & Hozoori, M., 2013. **The Effect of Board Size, Board Independence and CEO Duality on Dividend Policy of Companies: Evidence from Tehran Stock Exchange**, International Journal of Economy, Management and Social Sciences, Vol. 2, No. 6, Pp. 237-241.

Maury, C., Pajuste, A., 2002. **Controlling Shareholder, Agency Problem, and Dividend Policy in Finland**, Working paper, Stockholm School of Economics. Online http://lta.hse.fi/2002/1/lta_2002_01_a1.pdf

Mehar, A., 2002. **Corporate governance and dividend policy**, MPRA Paper No. 619, viewed 01 July2010, http://mpra.ub.unimuenchen

Mehrani, S., Moradi, M., & Eskandar, H., 2011. **Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Iran**, African Journal of Business Management, Vol. 5, No. 17, Pp. 7516-7525.

Mehta, A., 2012. **An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy-Evidence from the UAE Companies**, Global Review of Accounting and Finance journal, Vol. 3, No. 1, Pp. 18-31.

Modigliani, F., & Miller, M. H., 1961. **Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares**, the Journal of Business, Vol. 34, Pp. 411-433.

Mohd, M., Perry, L., & Rimbey, J., 1995. **An Investigation of Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy**, the Financial Review, No. 30, Pp. 367-385.

Mollah, S., Keasey, K., Short, H., 2002. The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange, Working Paper online www.bath.ac.uk.

Moradi, J., Valipour, H., Mousavi, S. S., 2012. **Determinant Factors of Dividend Policy in Firm Listed in Tehran Stock Exchange (TSE)**, American Journal of Scientific Research, Issue 45, Pp. 22-32.

Moradi, M., Salehi, M., & Honarmand, S., 2010. **Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Evidence of Iran**, Poslovna Izvrsnost Zagreb, Vol. 4, No. 1, Pp. 45-62.

Mousa, G., & Desoky, A. M., 2012. **The Association between Internal Governance Mechanisms and Corporate Value: Evidence from**

Bahrain, Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, Vol. 8, No. 1, Pp. 67-91.

Myers, S. C., & N. S., Majluf, 1984. **Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have**, Journal of Financial Economics, No. 13, Pp. 187-221.

Naceur, S. B., Goaied, M., & Belanes, A., 2006. **On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy**. International Review of Finance, Vol. 6, No. 1-2, Pp. 1-23.

Nahandi, Y. B., Zareii, M., & Lalepour, M., 2012. **Survey of the Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy in Listed Firms of Tehran (IRAN) Stock Exchange**, American Journal of Scientific Research, Issue 59, Pp. 136-145.

Nnadi, M., Wogboroma, N., & Kabel, B., 2013. **Determinants of Dividend Policy: Evidence from Listed Firms in the African Stock Exchanges**, PANOECONOMICUS, Vol. 6, Pp. 725-741.

Nuredin, Muhammed. 2012. **Determinants of Dividend Policy of Insurance Companies in Ethiopia**, Unpublished Master Thesis. Addis Ababa University, Ethiopia.

Pruitt, S. W., & Gitman, L. W., 1991. **The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major US firms**, Financial Review, Vol. 26, No. 33, Pp. 409-30.

Rafique, M., 2012. **Factors Affecting Dividend Payout: Evidence from Listed Non-Financial Firm of Karachi Stock Exchange**, Business Management Dynamics, Vol. 1, No. 11, Pp. 76-92.

Ramcharran, H., 2001. **An Empirical Model of Dividend Policy in Emerging Equity Markets**, Emerging Market Quarterly Journal, Vol. 5, Pp. 39-49.

Rose, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F., 2005. **Corporate Finance**, 7th. Ed., McGraw – Hill International Edition.

Rozeff, M. S., 1982. **Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios**. The Journal of Financial Research, Vol. 5, Pp. 249-259.

Salameh, H. M., Al-Zu'bi, B. A., & Twairesh, A. E., 2012. **Determinants of Dividend Policy in the Saudi Arabia Market**, Arab Journal of Administrative Sciences, Vol. 19, No. 2, Pp. 271-289.

Soliman, M., 2013. **Ownership Structure, Board Composition, and Dividend Policies- Evidence from Saudi Arabia**, Working paper, online http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2258399.

Thanatawee, Y., 2011. **Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand**, International Journal of Financial Research, Vol. 2, No. 2, Pp. 52-60.

Thanh, V. H., & Ha, N. M., 2013. **The Effect of Banking Relationship on Firm Performance in Vietnam**, International Journal of Economics and Finance, Vol. 5, No. 5, Pp. 148-158.

Trang, N. T. X., 2012. **Determinants of Dividend Policy: The Case of Vietnam**, International Journal of Business Economics and Law, Vol. 1, ISSN 2289-1552, Pp.48-57.

Utami, S. R., & Inanga, E. L., 2011. **Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia**, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Issue 33, ISSN 1450-2275, Pp. 8-24.

Wang, M., Gao, S., & Guo, G., 2002. **Dividend Policy of Chinas Listed Companies**, Working Paper, Online www.ssrn.com.

Wen, Y., & Jia, J., 2010. **Institutional Ownership, Managerial Ownership and Dividend Policy in Bank Holding Companies**, International Review of Accounting Banking and Finance Journal, Vol. 2, No. 1, Pp. 8-21.

Wold, S., 1978. **Cross-validatory estimation of the number of components in factor and principal component analysis**, Technometrics, Vol. 20, No. 4, Pp. 397-405.

Yiadom, E. M., & Agyei, S. K., 2011. **Determinants of Dividend Policy of Banks in Ghana**, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 61, Pp. 100-108.

Zurigat, Z., & Gharaibeh, M., 2011. **Do Jordanian Firms Smooth their Dividends? Empirical Test of Symmetric and Asymmetric Partial Adjustment Models**, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 81, Pp. 160-172.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (1)

الشركات الصناعية التي شملتها عينة الدراسة

الرقم	اسم الشركة
1	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
2	المتصدرة للأعمال والمشاريع
3	الصناعات الكيماوية الاردنية
4	العالمية للصناعات الكيماوية
5	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو
6	الوطنية لصناعة الكلورين
7	الموارد الصناعية الأردنية
8	المتكاملة للمشاريع المتعددة
9	العربية للمشاريع الاستثمارية
10	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
11	الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك الأردن
12	العربية للصناعات الكهربائية
13	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة
14	الاردنية لصناعة الأنابيب
15	الجنوب لصناعة الفلاتر
16	الأردنية للصناعات الخشبية / جوا يكو
17	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
18	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
19	العربية لصناعة المواسير المعدنية
20	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
21	الألبان الأردنية

مصانع الخزف الأردنية	22
الاستثمارات العامة	23
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	24
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	25
الوطنية للدواجن	26
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	27
دار الغذاء	28
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	29
العامة للتعدين	30
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	31
الوطنية لصناعة الصلب	32
مناجم الفوسفات الاردنية	33
مصانع الاسمنت الأردنية	34
البوتاس العربية	35
حديد الأردن	36
الاردنية لصناعة الأنابيب	37
الدولية لصناعات السليكا	38
شركة الترا فرتين	39
مصانع الورق والكرتون الأردنية	40
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	41
دار الدواء للتنمية والاستثمار	42
المركز العربي للصناعات الدوائية	43
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	44
الاقبال للطباعة والتغليف	45
الاتحاد للصناعات المتطورة	46

مصانع الأجواخ الاردنية	**47**
الدباغة الاردنية	**48**
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	**49**
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	**50**
الإقبال للاستثمار	**51**
مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	**52**

Abstract

Abu zeyadeh, Laila Omar Mustafa, Principle Component Analysis and Dividends policy: The Case of Amman Stock Exchange, Master Thesis in Yarmouk University, 2014

Supervisor: Dr. Dima Waleed Hanna Alrabadi

This Study Aims to Investigate the Determinant of the Dividends Policy of the Industrial Firms Listed in Amman Stock Exchange over the Period (2003-2012). Principle Component Analysis is performed to extract the prominent factors that would affect the Dividends Policy from various variables and then the Logit regression is conducted to identify the major determinants of the dividend policy. Variables Examined are represented by (Profitability, Firm Size, Financial Leverage, Liquidity, Assets Structure, Growth Opportunities, Business Risk, Firm Age Ownership Concentration, and Board of Directors Size).

The Dependent Variable is (dividend policy) which has been measured as a Dummy Variable with the value (1) if the company paid dividend, and (0) if it did not. The study used time series-cross-sectional data analysis (Panel Data Analysis) for 52 industrial Jordanian companies. The Results of the study show that on Average the Jordanian industrial company's Distribute approximately 53% of their Profits as Dividends.

The study also Find that there is a statistically significant positive effect for each of the (company's profitability, age, and size of the Board of Directors) on the dividend policy in the Jordanian industrial firms during the study period. Moreover, it finds a statistically significant negative relationship between (Business Risk, Assets Structure, and Financial Leverage) and Dividend policy. Logit Regression analysis shows that Profitability, Business Risk, Financial Leverage are major determinants of the dividend policy for Jordanian industrial companies.

Key words: dividend policy, Firm characteristics, Principle Component Analysis, Logit Regression, the Amman Stock Exchange.